



Centraal Planbureau

Risicorapportage financiële markten 2025

Geopolitieke spanningen vergroten de risico's voor de Nederlandse economie en financiële stabiliteit. De hoge mate van onzekerheid gaat gepaard met beursschommelingen en kan leiden tot liquiditeitszorgen en duurdere financiering. Het Nederlandse financiële stelsel beschikt over ruime buffers om schokken op te vangen, maar internationale coördinatie is minder vanzelfsprekend geworden. Tegelijkertijd lopen staatsschulden in Europa op en blijven structurele hervormingen achter.

Europese samenwerking dient versterkt te worden, onder meer via een diepere kapitaalmarkt. Daarnaast kan gezamenlijke schuldfinanciering, idealiter onder duidelijke voorwaarden, een oplossing zijn voor het financieren van urgente en gemeenschappelijke investeringen, zoals in defensie.

CPB - mei 2025

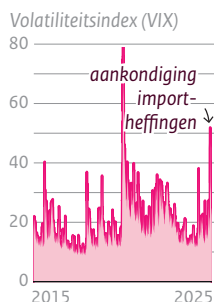
Suzanne Vissers, Emile Cammeraat, Adam Elbourne,
Loes Hoendervangers, Michel van de Klundert,
Merve Mavus Kütük, Sander Lammers,
Bastiaan van Oostveen, Henrik Zaunbrecher

Onzekere externe omgeving voornaamste risico voor economie en financiële stelsel

De oplopende geopolitieke spanningen vormen een bedreiging voor de economische en financiële stabiliteit...

... maar de Nederlandse economie beschikt over een goede uitgangspositie.

RISICO'S



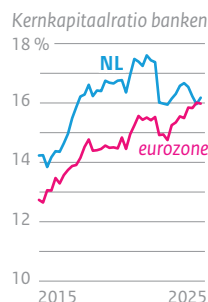
⚠️ Beursschommelingen

⚠️ Hogere risico-premies en duurdere financiering

⚠️ Liquiditeitszorgen

⚠️ Schoktransmissie door verwevenheid niet-bancaire financiële instellingen met traditionele banken

WEERBAARHEID



✓ Ruime kapitaalbuffers banken, pensioenfondsen en verzekeraars

✓ Lage staatsschuld

✓ Schuldhoudbaarheid bedrijven verbeterd

✓ Schulden huishoudens gedaald

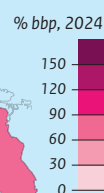
Internationale coördinatie bevordert financiële stabiliteit

Samen met de internationale gemeenschap houden we schokken beheersbaar.



Helaas is die garantie minder door geopolitieke spanningen en de veranderende wereldorde.

Overheidsschuld EU-landen



Versterking economische governance in Europa

Sinds de eurocrisis zijn Europese instituties versterkt en zijn een aantal structurele onevenwichtigheden afgenomen, maar er blijven uitdagingen bestaan.



Naleving van begrotingsregels en hervormingen kan beter.



Houdbaarheid overheids-schulden baart zorgen.

Europese investeringsambities

Intussen heeft Europa grote ambities ten aanzien van:



defensie



klimaat



innovatie

Hoe die te financieren?

Europese uitdagingen vergen Europese antwoorden.



Een diepere en geïntegreerde kapitaalmarkt helpt om investeringen efficiënter in te zetten en risico's te spreiden.



Gemeenschappelijke schuldfinanciering met het toekennen van giften in plaats van leningen biedt oplossing voor financiering van urgente en publieke goederen.

Idealiter onder duidelijke voorwaarden om te voorkomen dat landen minder prikkel voelen om hun begroting op orde te houden.

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 tot stand in een periode van geopolitieke spanningen en aanhoudende onzekerheid. Na eerdere schokken, zoals de coronapandemie en de energiecrisis, doen zich nu geopolitieke ontwikkelingen voor waarvan de gevolgen nog onzeker zijn, maar die mogelijk leiden tot fundamentele veranderingen in het wereldwijde financiële en economische systeem. In deze rapportage behandelen we enkele van de belangrijkste risico's voor Nederland. De hoofdboodschappen worden in hoofdstuk 2 toegelicht, waarna we in de daaropvolgende hoofdstukken dieper ingaan op specifieke risico's. Tegen de achtergrond van geopolitieke spanningen en een hoge mate van onzekerheid bespreken wij in hoofdstuk 3 hoe macro-economische risico's een weerslag kunnen hebben op de financiële sector. De toenemende geopolitieke spanningen onderstrepen het belang van de economische en politieke veerkracht van Europa, waarmee Nederland via handel, een gezamenlijke munt en groeiende gezamenlijke defensie-ambities sterk verweven is. Daarom gaan we in hoofdstuk 4 dieper in op de macro-economische onevenwichtigheden in de eurozone en de mogelijke gevolgen daarvan voor de financiële stabiliteit. De groeiende inzet op versterkte samenwerking en strategische autonomie in Europa hebben tot grote investeringsambities van de Europese Unie geleid. In hoofdstuk 5 analyseren we de beperkingen van de bestaande architectuur om deze ambities te financieren en ook de kansen en risico's van voorgestelde beleidsopties.

2 Hoofdboodschappen

Geopolitieke spanningen zijn snel toegenomen en vormen een bedreiging voor de economische stabiliteit. Met het aantreden van president Trump is de rol van de Verenigde Staten (VS) als handels- en defensiepartner minder vanzelfsprekend geworden. De grilligheid van het Amerikaanse handelsbeleid zorgt voor veel onzekerheid en een daling van het vertrouwen in de economie. Daarnaast woedt er een oorlog op Europees grondgebied en staat de stabiliteit van mondiale toeleveringsketens ook onder druk door spanningen in het Midden-Oosten en Taiwan. Tegen deze achtergrond groeit de Nederlandse economie nog altijd gematigd, maar de vooruitzichten blijven onzeker. De inflatie daalt geleidelijk, al blijft het verloop onzeker door factoren als importheffingen, wisselkoersschommelingen en stijgende defensie-uitgaven.

De onvoorspelbaarheid van geopolitieke ontwikkelingen vergroot de onzekerheid op financiële markten. De kans op en impact van geopolitieke schokken, zoals militaire en economische conflicten, zijn lastig te kwantificeren. Dergelijke schokken leiden vaak tot sterke marktreacties, zoals ook het geval was bij de aankondiging van de Amerikaanse importheffingen op 2 april 2025. Door de grilligheid van het Amerikaanse beleid blijft de onzekerheid groot en is het aannemelijk dat marktschommelingen aanhouden. In onzekere tijden zoeken beleggers doorgaans naar veilige havens, zoals staatsobligaties of goud. Toch is ook hun rol als stabiele belegging niet altijd vanzelfsprekend. Zo zijn er na de aankondiging van de importheffingen twijfels ontstaan over de rol van de Amerikaanse staatsobligaties als de traditionele mondiale veilige haven.

Geopolitieke schokken raken het financiële stelsel via verschillende economische kanalen. Onzekerheid en marktvolatiliteit kunnen financiering voor banken duurder en schaarser maken. Dit kan leiden tot liquiditeitsstress, een situatie waarin een bank tijdelijk niet genoeg direct beschikbaar geld heeft, vooral als tegelijkertijd veel spaarders hun geld opnemen. Ook niet-bancaire financiële instellingen, zoals pensioenfondsen en verzekeraars, zijn blootgesteld aan geopolitieke schokken, via hun beleggingen of als gevolg van liquiditeitsproblemen. Schokken kunnen zich bovendien snel door het financiële systeem verspreiden, doordat ze verweven zijn met reguliere banken. Wanneer geopolitieke schokken leiden tot minder economische activiteit, neemt het risico op wanbetalingen toe en daalt de vraag naar financiële dienstverlening voor banken. Daarnaast nemen ook operationele risico's toe, onder meer door een grotere kans op cyberaanvallen die de continuïteit van het betalingsverkeer kunnen verstoren.

De Nederlandse economie beschikt over een goede uitgangspositie met ruime buffers om schokken op te vangen. Banken, pensioenfondsen en verzekeraars in Nederland en Europa hebben solide buffers om een behoorlijke schok op te vangen. De overheidsschuld in Nederland is laag, al zal deze naar verwachting de komende jaren stijgen. Nederlandse bedrijven staan er over het algemeen goed voor. In de afgelopen jaren daalden de bedrijfsschulden als percentage van het bbp en verbeterde de schuldhoudbaarheid aanzienlijk. Daarnaast zijn ook huishoudschulden gedaald sinds de coronapandemie.

Internationale samenwerking is cruciaal voor het waarborgen van financiële stabiliteit, zowel wereldwijd als binnen Europa. In het verleden bleek de rol van internationale coördinatie cruciaal bij zowel acute crisissituaties als bij grote institutionele veranderingen. Gezien de nog altijd centrale rol van de dollar en de Amerikaanse economie, zou een meer terughoudende rol van de VS de beheersing van mondiale crises bemoeilijken. In dit licht is het belangrijk dat instellingen als het Internationaal Monetair Fonds (IMF) en de Bank voor Internationale Betalingen (BIS) effectief blijven functioneren. Tegelijkertijd vraagt de veranderende geopolitieke context om versterking en verdieping van de Europese samenwerking. Het heroverwegen van Europese strategische autonomie vraagt om meer investeringen in gezamenlijke projecten op het gebied van defensie, innovatie en klimaat. Opgelopen overheidsschulden in veel Europese landen beperken echter de budgettaire ruimte en vormen een bron van onzekerheid op financiële markten.

Ruim tien jaar na de eurocrisis zijn verschillende macro-economische onevenwichtigheden in de eurozone afgenomen, maar blijven vooral hoge overheidsschulden in een aantal lidstaten een kwetsbaarheid. Een goed functionerende Europese muntunie is in het Nederlands belang. De eurocrisis liet zien dat een gezamenlijke munt zonder geïntegreerd economisch beleid kan leiden tot instabiliteit. Destijds waren er grote onevenwichtigheden op de lopende rekeningen en stond de schuldhoudbaarheid van enkele zuidelijke lidstaten onder druk. Deze onevenwichtigheden bleven in stand, onder meer omdat lidstaten hun wisselkoersen niet meer konden aanpassen en het monetair beleid in een muntunie niet op nationaal niveau kan worden afgestemd. Inmiddels lopen de conjunctuurecycli van eurolanden meer gelijk, waardoor het uniforme monetair beleid beter aansluit. Ze kunnen echter weer verder uit elkaar gaan lopen bij economische schokken. De onevenwichtigheden op de lopende rekeningen zijn afgenomen, al blijven overschotten in Nederland en Duitsland aanzienlijk. Daarnaast zijn verschillen in overheidsschulden sinds de eurocrisis nog steeds onverminderd groot. Op langere termijn komt de houdbaarheid van overheidsschulden in een aantal lidstaten onder druk te staan, wat een kwetsbaarheid vormt voor de stabiliteit van de eurozone.

Sinds de eurocrisis zijn Europese instituties versterkt, maar er blijven uitdagingen bestaan. De weerbaarheid van de eurozone is na de eurocrisis vergroot door versterking van Europese instituties, zoals de invoering van het Europese banktoezicht (SSM), het Europees Stabiliteitsmechanisme (ESM) als vangnet voor overheden en meer instrumenten voor monetair beleid. Ondanks deze verbeteringen blijven kwetsbaarheden bestaan, met name door hoge overheidsschulden en productiviteitsverschillen tussen landen. Dit onderstreept het belang van naleving van de nieuwe begrotingsregels en van structurele hervormingen op nationaal niveau. De implementatie van landspecifieke aanbevelingen, zoals gerelateerd aan de arbeidsmarkt, blijft echter achter. Dit houdt onevenwichtigheden tussen landen in stand. Om dit te verbeteren, kan het toekennen van Europese fondsen sterker worden gekoppeld aan hervormingsverplichtingen.

Europese ambities op het gebied van defensie, innovatie en klimaat botsen met de versnipperde kapitaal- en bankenmarkt. Europese landen en de Europese Commissie hebben grote gezamenlijke investeringsambities geformuleerd die kunnen bijdragen aan belangrijke uitdagingen op het gebied van vrede en veiligheid, verduurzaming en productiviteitsgroei. Structurele fricties in de Europese kapitaal- en bankenmarkt belemmeren private financiering en brengen financiële stabiliteitsrisico's met zich mee. Europese huishoudens beleggen slechts in beperkte mate op kapitaalmarkten en ook durfkapitaal is relatief schaars. Dit maakt bedrijven en huishoudens in de Europese Unie (EU) sterk afhankelijk van bankfinanciering, wat de financiering van jonge bedrijven zonder fysiek onderpand belemmert. Daarnaast zijn bankafhankelijke systemen kwetsbaarder in crisistijd en brengen ze meer risico mee voor het hele financiële systeem. Een diepere en geïntegreerde kapitaalmarkt helpt om investeringen efficiënter in te zetten en risico's te spreiden, waardoor schokken beter zouden kunnen worden opgevangen.

Europese uitdagingen vereisen Europese oplossingen. Voor grensoverschrijdende publieke goederen, zoals infrastructuur of militaire paraatheid, ligt publieke financiering voor de hand. Idealiter worden structurele uitgaven via de nationale of Europese begroting gedekt om de schuldhoudbaarheid te waarborgen. Zo bieden defensie-uitgaven veiligheid, maar leveren ze minder directe financiële opbrengsten. Zonder structurele dekking leiden hogere defensie-uitgaven op termijn tot een hogere overheidsschuld. Het is echter politiek en praktisch lastig om belastingen te verhogen of bezuinigingen door te voeren om urgente investeringen te financieren. Op de langere termijn kan een bredere Europese inkomstenbasis bijdragen aan stabielere financiering van gezamenlijke publieke goederen. Op de korte termijn is schuldfinanciering een alternatief, al kan extra lenen door lidstaten met hoge schulden leiden tot hogere kapitaalkosten en risico's voor de schuldhoudbaarheid. Gemeenschappelijke schuldfinanciering ligt dan het meest voor de hand. Hierbij kan de toekenning van giften in plaats van leningen onderinvestering het best tegengaan en voorkomt het schuldopbouw op nationaal niveau. Dit gaat idealiter wel gepaard met duidelijke voorwaarden, bijvoorbeeld op het gebied van structurele hervormingen, om het risico te beperken dat landen minder prikkel voelen om hun begroting op orde te brengen of te houden.

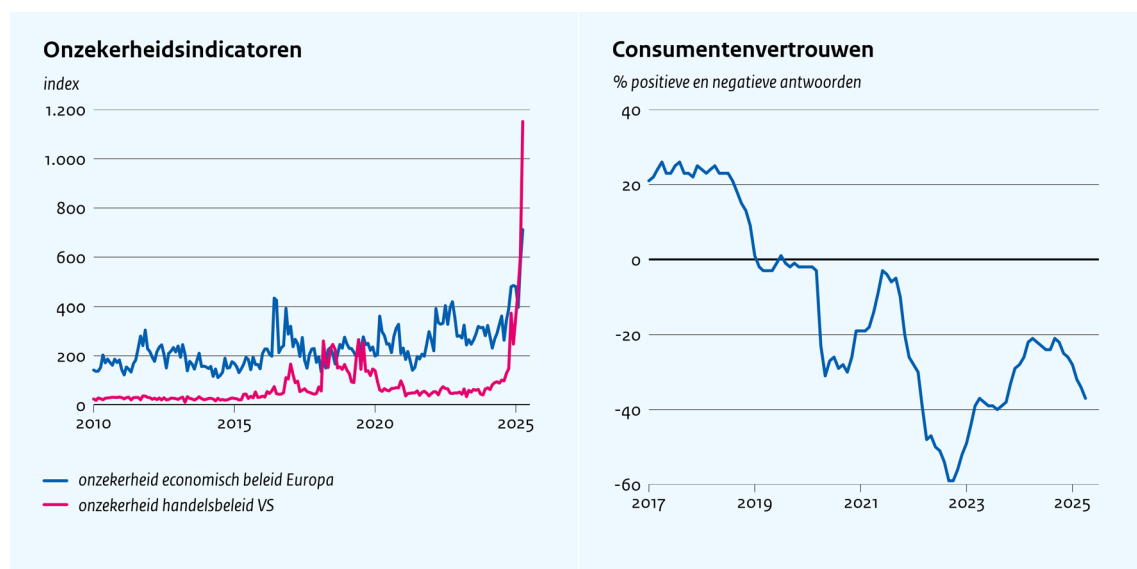
3 Macro-economische risico's

3.1 Economisch beeld

Macro-economische schokken werken door op het financiële stelsel via verschillende kanalen. Tijdens een periode van zware economische neergang worden financiële instellingen blootgesteld aan risico's, zoals waardeverlies van bezittingen door oplopende wanbetalingen van huishoudens en bedrijven, en een afnemende vraag naar financiële diensten (BIS, 2011). Banken en andere financiële partijen worden dan voorzichtiger met het uitlenen van geld – niet alleen aan huishoudens en bedrijven, maar ook onderling via de interbancaire markt. Daarnaast kunnen liquiditeitsproblemen opspelen, bijvoorbeeld wanneer spaarders massaal hun geld opnemen of wanneer (institutionele) beleggers plotseling extra geld moeten bijstorten doordat hun investeringen in waarde dalen. Door de internationale verwevenheid van financiële markten kunnen schokken zich snel wereldwijd verspreiden. Dit hoofdstuk schetst de huidige staat van de Nederlandse economie en bespreekt de grootste risico's voor de macro-economie en hoe die doorwerken op de financiële stabiliteit. Vervolgens komen de weerbaarheid van financiële instellingen aan bod, en ook die van de overheid, bedrijven en huishoudens. Tot slot wordt ingegaan op het belang van internationale coördinatie bij het beheersen van financiële risico's.

Oplopende geopolitieke spanningen slaan een deuk in het vertrouwen in de wereldeconomie. Het aantreden van president Donald Trump in januari 2025 heeft het wereldtoneel opgeschud. Zijn grillige handelsbeleid zorgt wereldwijd voor veel onzekerheid en een daling van het vertrouwen in de economie (figuur 3.1). Dit heeft niet alleen consequenties op de korte termijn, maar tast op langere termijn ook het vertrouwen en de samenwerking tussen landen aan.

Figuur 3.1 De onzekerheid rondom handels- en economisch beleid neemt toe (links) en het consumentenvertrouwen in Nederland daalt (rechts)



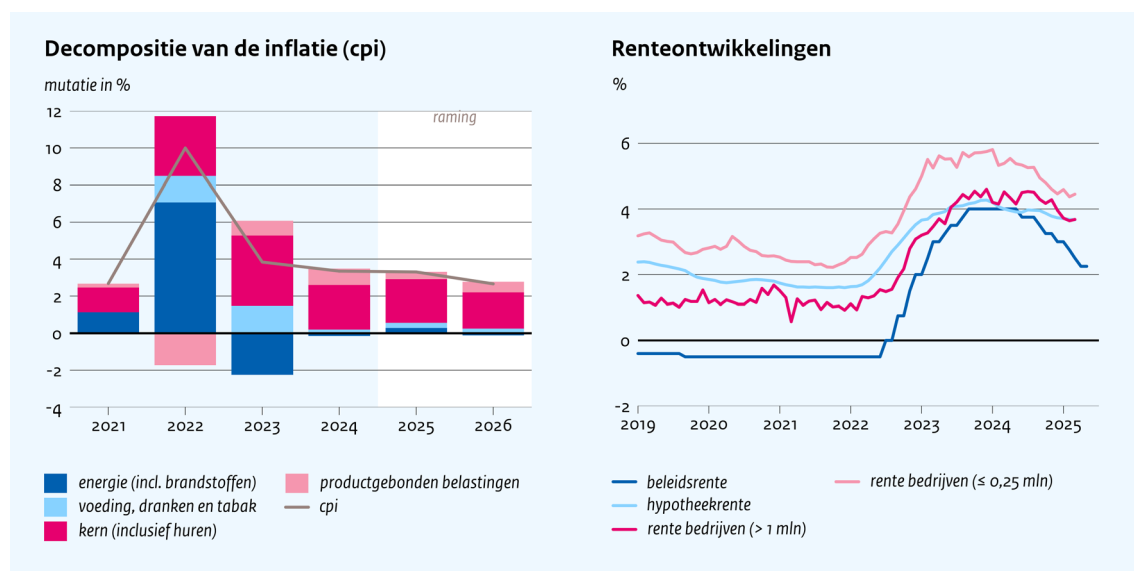
Figuurnoot: De onzekerheidsindicator van het handelsbeleid van de VS meet het aandeel artikelen in zeven grote Amerikaanse kranten over dit onderwerp, genormaliseerd naar 100 bij een aandeel van 1%. De Europese index voor beleidsonzekerheid is ook gebaseerd op krantenartikelen en is genormaliseerd naar een gemiddelde van 100 vóór 2011. De indicator voor het consumentenvertrouwen toont het gemiddelde saldo van positieve en negatieve antwoorden op vragen over de economische en financiële situatie, en koopbereidheid.

Bron: Caldara et al. (2020), Macrobond (links); CBS ([link](#)) (rechts)

De Nederlandse economie laat gematigde groei zien, maar onzekerheid en verstoringen van mondiale toeleveringsketens zorgen voor een neerwaarts risico. Na een periode van stagnatie groeit de Nederlandse economie en naar verwachting houdt deze groei in 2025 en 2026 aan (CPB, 2025a). De groei van het bruto binnenlands product (bbp) komt voornamelijk uit consumptieve bestedingen van zowel huishoudens als de overheid. De overheidsuitgaven stijgen door onder andere hogere zorg- en defensie-uitgaven. De vooruitzichten voor de internationale handel en investeringen zijn omringd met veel onzekerheid door internationale ontwikkelingen. In een recent verschenen CPB-studie worden de effecten van de door president Trump aangekondigde importheffingen doorgerekend. Deze studie laat zien dat de uitvoer van Nederland in 2026 0,6 tot 1,2%-punt kan afnemen, en dat investeringen negatief geraakt worden door opgelopen onzekerheid (Van der Wal et al., 2025).¹ Daardoor zou de economische groei in Nederland in 2025 en 2026 respectievelijk met 0,4%-punt en 0,6%-punt lager kunnen uitvallen. Daarnaast kunnen de geopolitieke onzekerheid en dalend consumentenvertrouwen de consumptiegroei van huishoudens negatief beïnvloeden.

Naar verwachting daalt de Nederlandse inflatie geleidelijk, maar de gevolgen van handelstarieven zorgen ook hier voor onzekerheid. In Nederland blijft de inflatie de komende jaren hoger dan 2%, wat voornamelijk voortkomt uit de hoog blijvende loongroei en beleidseffecten.² In de laatste CPB-raming van februari 2025 is de verwachting dat de Nederlandse inflatie, gemeten aan de hand van de consumentenprijsindex (cpi), daalt van 3,3% in 2024 naar 2,6% in 2026 (figuur 3.2, links). Daarmee blijft de inflatie hoger dan het eurozone-gemiddelde (CPB, 2025a). Deze raming is met onzekerheid omgeven, onder meer door het effect van importheffingen op goederenprijzen en onzekere wisselkoersontwikkelingen. Als gevolg van het Amerikaanse beleid kan de cpi-inflatie in Nederland met 0,2%-punt dalen in 2026 (Van der Wal et al., 2025). Daarentegen zouden hogere defensie-uitgaven inflatie en kapitaalmarktrentes kunnen opdrijven. De beleidsrente van de Europese Centrale Bank (ECB) is sinds het hoogtepunt van 4% in juni 2023 geleidelijk verlaagd naar 2,25% (figuur 3.2, rechts). De onzekerheid kan inflatieverwachtingen volatieler maken, wat het voor de ECB complexer maakt om de timing en intensiteit van monetair beleid adequaat af te stemmen (Lagarde, 2025).

Figuur 3.2 De Nederlandse inflatie daalt (links) en ook rentes zijn gedaald (rechts)



Figuurnoot: 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 ([link](#)) (links); ECB ([link](#)), DNB ([link](#)), DNB ([link](#)) (rechts)

¹ De doorrekening is gebaseerd op de heffingen die president Trump op 2 april 2025 heeft aangekondigd. Het eerste scenario bevat alleen de heffingen vanuit de VS; in het tweede scenario reageren andere landen met gelijke invoerheffing op producten uit de VS.

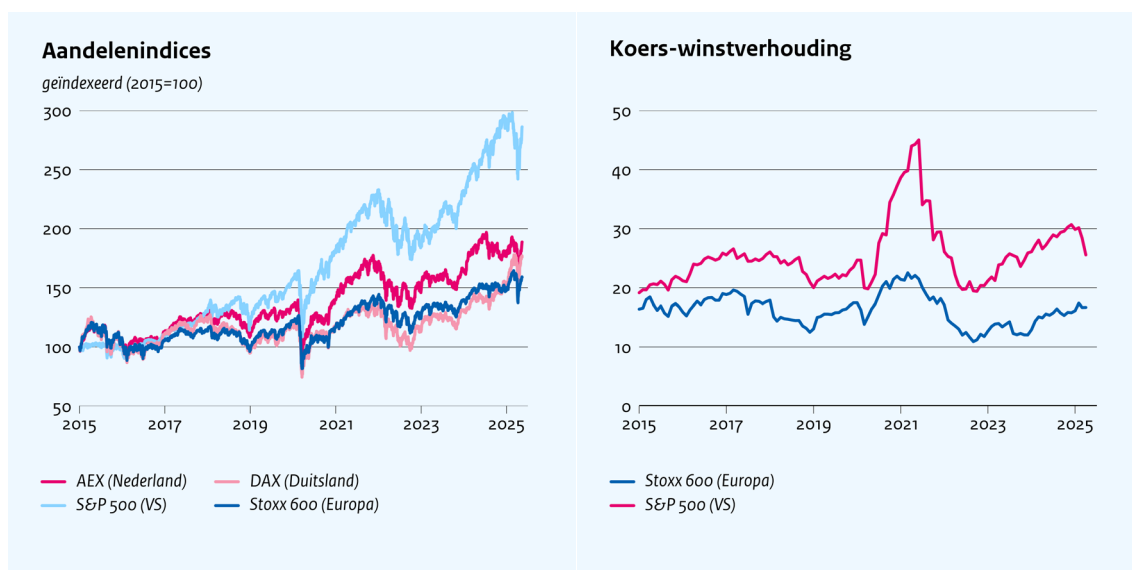
² De geplande btw-verhoging op sport, cultuur en media, en de accijnsverhoging op alcohol zijn in de Voorjaarsnota echter teruggedraaid (Kamerstukken II, 36725, nr. 1., 2025).

Niet alleen het handelsbeleid is met onzekerheid omgeven. Nog steeds woedt er een oorlog op Europees grondgebied en is het onzeker of de VS een rol wil spelen in het waarborgen van Europese veiligheid. Escalatie van spanningen in het Midden-Oosten kan de handel verstoren door hogere energieprijzen en verstoorde handelsroutes, terwijl spanningen rond Taiwan de invoer van halfgeleiders bemoeilijken (CPB, 2025a). Binnen Europa vormen hoge staatsschulden in enkele landen een risico voor de financiële stabiliteit. Bovendien kunnen interne politieke spanningen EU-besluitvorming vertragen.

3.2 Neerwaartse risico's

De aankondiging van de handelstarieven leidde tot flinke fluctuaties op de aandelenbeurs die naar verwachting zullen aanhouden. In het eerste kwartaal van 2025 bereikten aandelenkoersen in zowel Europa als de VS recordhoogten (figuur 3.3, links). Daarnaast stond ook de koers-winstverhouding met name in de VS tamelijk hoog (figuur 3.3, rechts). Dit kan duiden op hoge groeiverwachtingen, maar kan ook betekenen dat aandelen overgewaardeerd zijn. De aankondiging van de handelstarieven door de VS begin april resulteerde echter in een forse daling op de beurzen, maar deze veerden ook weer op toen president Trump zijn tariefbesluit deels terugdraaide. De grilligheid van het handelsbeleid maakt het waarschijnlijk dat de aandelenvolatiliteit de komende periode hoog zal blijven. De nevenpublicatie van deze rapportage gaat verder in op de gevolgen van overloopeffecten van de Amerikaanse beurs op Nederland (CPB, 2025b).

Figuur 3.3 De aandelenkoersen in Europa en de VS daalden flink na de aankondiging van de handelstarieven op 2 april 2025 (links), maar de koers-winstverhouding daalde met name in de VS (rechts)

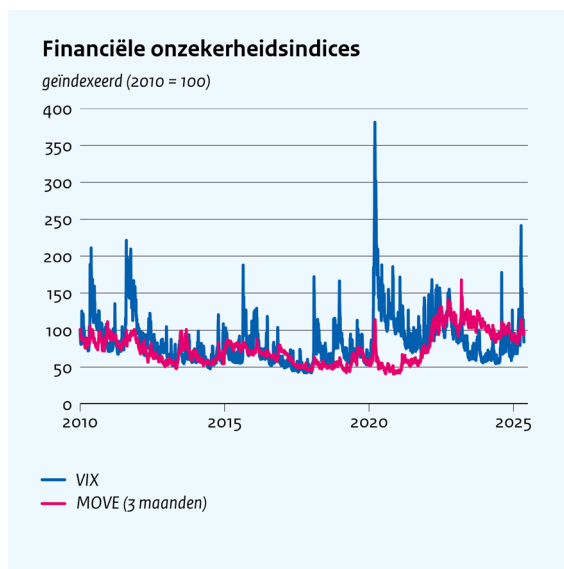


Figuurnoot: De gegevens waarop deze figuren zijn gebaseerd zijn bijgewerkt tot en met 14 mei 2025 (links) en 30 april 2025 (rechts). De koers-winstverhouding in de rechterfiguur geeft aan hoeveel keer de winst van een bedrijf investeerders bereid zijn te betalen op de aandelenbeurs. De gegevens in de figuur zijn op maandbasis.
Bron: Macrobond

Investeerders reageren doorgaans erg sterk op geopolitieke schokken. De onvoorspelbaarheid en onvoorstelbaarheid van geopolitieke gebeurtenissen maakt het moeilijk om hun effecten mee te nemen in marktprijzen. Grote negatieve geopolitieke gebeurtenissen gaan gepaard met veel onzekerheid en ambiguïteit, waardoor traditionele risicomodellen tekortschieten in het inschatten van hun kans en impact (Buch, 2024). Daarnaast kan er sprake zijn van irrationeel optimistisch gedrag in goede economische tijden, wat leidt tot overwaardering van activaprijzen ten opzichte van hun fundamentele waarden (Shiller, 2016). Daardoor kunnen plotselinge schokken grote onrust op financiële markten veroorzaken (IMF, 2025a). Dit was het geval bij de aankondiging van de handelstarieven begin april. De VIX-index, die de nervositeit op de

financiële markten weerspiegelt, stond langere tijd op een gematigd niveau, terwijl macro-economische indicatoren al langere tijd duiden op toenemende onzekerheid (figuur 3.1). Pas bij de daadwerkelijke aankondiging van de handelstarieven schoot de VIX-index omhoog (figuur 3.4). Ook de MOVE-index, het equivalent voor de Amerikaanse obligatiemarkt, steeg bij aankondiging van de handelstarieven.

Figuur 3.4 De financiële onzekerheid op de aandelen- en obligatiemarkt is recent weer gestegen

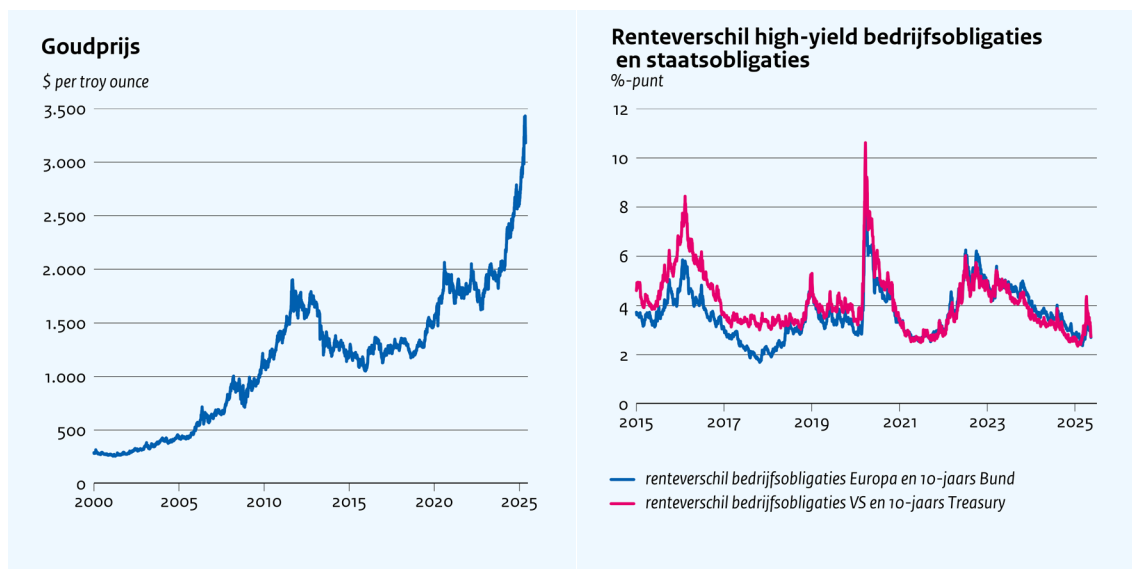


Figuurnoot: De gegevens waarop deze figuren zijn gebaseerd zijn bijgewerkt tot en met 14 mei 2025.
Bron: Macrobond

Investeerders gaan op zoek naar een veilige haven in tijden van hoge onzekerheid en volatiliteit. Bij een ‘*flight to safety*’ verplaatsen investeerders kapitaal van risicovolle beleggingen, zoals aandelen, *high-yield* bedrijfsobligaties³ en staatsobligaties met een lagere kredietwaardigheid, naar veiligere activa, zoals goud en staatsobligaties van kredietwaardige landen. De goudprijs is in de afgelopen twee jaar bijna verdubbeld (figuur 3.5, links). Het renteverskil tussen risicovolle bedrijfsobligaties en staatsobligaties geeft een indicatie van de risico-opslag die investeerders vereisen voor het investeren in risicovollere obligaties. Voor de aankondiging van de handelstarieven was dit verschil in zowel Europa als de VS erg laag (figuur 3.5, rechts). Na de aankondiging sloeg het sentiment om en zijn beleggers meer compensatie voor het gelopen risico gaan eisen. Door de verschuiving naar veilige activa stijgt de prijs van risicodragend kapitaal, wat financiering voor bedrijven en landen met een lagere kredietwaardigheid duurder maakt.

³ Dit zijn leningen aan bedrijven met een lage kredietwaardigheid. Ze vormen daarmee een risicovoller alternatief ten opzichte van *investment grade* obligaties, die als veilig worden beschouwd.

Figuur 3.5 De goudprijs stijgt (links) en het renteverschil tussen bedrijfs- en staatsobligaties is opgelopen (rechts)



Figuurnoot: De gegevens waarop deze figuren zijn gebaseerd zijn bijgewerkt tot en met 14 mei 2025.

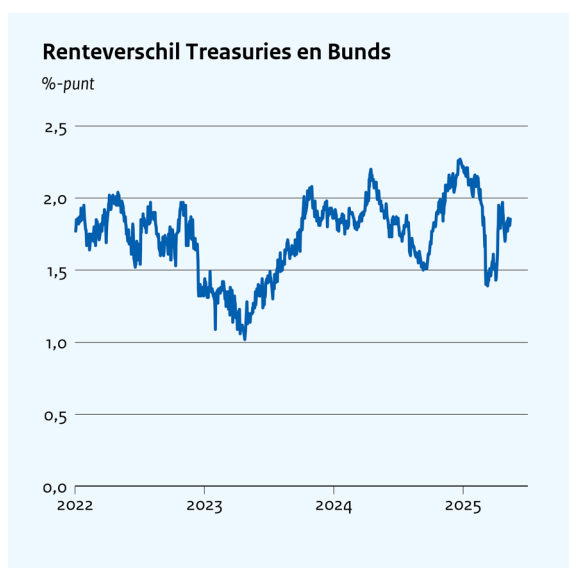
Bron: Macrobond (links); FRED ([link](#), [link](#)) (rechts)

Er zijn toenemende twijfels over de positie van de Amerikaanse staatsobligaties als veilige haven.

Traditioneel worden Amerikaanse staatsobligaties beschouwd als de meest veilige belegging in financiële markten. Dit komt mede doordat de VS beschikt over de grootste en meest liquide obligatiemarkt ter wereld, waardoor beleggers er ook in tijden van stress snel en efficiënt in kunnen handelen. De grilligheid van het Amerikaans economisch beleid voedt echter twijfels over de betrouwbaarheid van de VS als anker van het mondiale financiële systeem. Na de aankondiging van de handelstarieven verzwakte de koers van de dollar en steeg de rente op Amerikaanse staatsobligaties aanzienlijk. Recent onderzoek van Acharya & Laarits (2025) laat zien dat de *convenience yield* van langlopende Amerikaanse staatsobligaties is afgenomen.⁴ Dit kan erop duiden dat investeerders deze staatsobligaties minder als veilig haven zijn gaan zien. Deze bevinding sluit aan bij de recente stijging van het renteverschil tussen Amerikaanse en Duitse 10-jaars staatsobligaties (figuur 3.6). Daarnaast is het ook denkbaar geworden dat de VS een stap verder gaat door kapitaalrestricties op te leggen, zoals het bevriezen van buitenlandse activa of het beperken van toegang tot de Amerikaanse markt. Dit kan de rente op deze obligaties verhogen en hun status als veilige haven verder ondermijnen. De nevenpublicatie van deze rapportage beschrijft de rol van de Amerikaanse staatsobligaties als ‘*safe asset*’ en hoe een verandering in perceptie een risico kan zijn voor financiële stabiliteit (CPB, 2025b).

⁴ De *convenience yield*, ook wel liquiditeitspremie genoemd, is de impliciete waarde die beleggers toekennen aan het aanhouden van veilige staatsobligaties vanwege voordelen als een hoge mate van verhandelbaarheid, lage risico's en de bruikbaarheid als onderpand in financiële transacties.

Figuur 3.6 Het rentevershil tussen Amerikaanse en Duitse 10-jaars staatsobligaties is recent weer gestegen



Figuurnoot: De gegevens waarop deze figuren zijn gebaseerd zijn bijgewerkt tot en met 14 mei 2025.

Bron: Macrobond, CPB-bewerking

Geopolitieke schokken raken banken in de eerste plaats via onrust op financiële markten. Toenemende onzekerheid kan leiden tot hogere marktvolatiliteit. Als gevolg kunnen de financieringskosten voor banken stijgen, omdat investeerders meer risico-avers worden en hogere rendementen eisen als ze de bank geld lenen. Tegelijkertijd kan de toegang tot marktfinanciering en interbancaire financiering verslechteren, doordat de vraag naar veilige activa stijgt en de bereidheid van andere banken om elkaar geld te lenen afneemt. Dit maakt het voor banken duurder en moeilijker om zich te herfinancieren, vooral als ze sterk afhankelijk zijn van kortetermijnfinanciering. Bovendien kan de onzekerheid bij klanten leiden tot een hogere vraag naar contanten, bijvoorbeeld doordat consumenten spaargeld opnemen of bedrijven uit voorzorg kredietlijnen aanspreken. Dit vergroot de liquiditeitsdruk op banken. Ze moeten namelijk meer middelen aanhouden om aan deze vraag te voldoen, terwijl tegelijkertijd de toegang tot nieuwe financiering wordt beperkt.

Daarnaast worden banken geraakt door de macro-economische doorwerking van geopolitieke schokken. Ook aan de activakant worden banken geraakt door negatieve schokken. Dit komt voornamelijk doordat de bedrijven waarmee banken te maken hebben – bijvoorbeeld via leningen – in de problemen komen. Denk aan verstoringen in hun toeleveringsketens of een dalend vertrouwen in de economie (DNB, 2024c).⁵ Zo'n schok maakt het portfolio van banken risicovoller, waardoor hun kapitaalratio's onder druk komen te staan en winsten dalen. Dat beperkt hun ruimte om nieuwe leningen te verstrekken en kan leiden tot minder liquiditeit op de financiële markten, hogere rentekosten of een verslechterde toegang tot kapitaal voor risicovolle sectoren (ECB, 2024a). Op langere termijn kan geo-economische fragmentatie leiden tot minder (internationale) diversificatie door handels- en kapitaalbeperkingen. Dit kan op zijn beurt weer leiden tot meer volatiliteit en een grotere blootstellingen van bankbalansen aan schokken (Bolt et al., 2024).

De sector van niet-bancaire financiële intermediairs (NBFI's) is sterk blootgesteld aan de gevolgen van geopolitieke schokken. NBFI's omvatten investeringsfondsen, verzekeraars, pensioenfondsen en andere financiële instituties die niet onder het reguliere banktoezicht vallen. Deze NBFI's hebben een geconcentreerde blootstelling aan aandelen en obligaties van sectoren die het meest kwetsbaar zijn voor

⁵ Dit betreft voornamelijk de relatief grote blootstelling van banken aan de industrie (DNB, 2024b). De industrie is vatbaar voor geopolitieke fragmentatie, omdat zij afhankelijk is van importgoederen uit landen die geopolitiek gezien ver van Nederland vandaan staan. Daardoor wordt zij relatief hard geraakt door een geopolitieke schok.

geopolitieke schokken (ECB, 2024c).⁶ Wanneer zo'n schok zich voordoet, zullen de activa op de balans van deze instellingen mogelijk sterk devalueren. NBFI's zijn relatief vatbaar voor koersdalingen, omdat onderpandverplichtingen op derivaten hierdoor toenemen. Een zogenoemde '*margin call*' treedt op wanneer het eigen vermogen op de rekening van de belegger onder een vereiste minimumwaarde daalt. Als dit gebeurt, moet er extra liquide kapitaal gestort worden om tekorten aan te vullen. Als financiële instellingen niet genoeg liquide middelen hebben om hieraan te voldoen, moeten zij activa verkopen tegen lagere prijzen. Dit kan een negatieve spiraal van paniekverkoop uitlokken (CPB, 2022). Ook dalen de winsten van investeringsfondsen sterk wanneer geopolitieke risico's toenemen (ECB, 2024a).

De sterke verwevenheid van banken met NBFI's vormt een risico. De NBFI sector is de afgelopen jaren sterk gegroeid en maakt inmiddels zo'n 70% uit van de financiële sector in Nederland op basis van totale bezittingen (FSB, 2024). Dit is fors meer dan in andere Europese landen. Ongeveer 9% van de totale activa van de grote Europese banken bestaat uit directe blootstelling aan NBFI's via leningen, effecten en derivaten (ECB, 2023a). Bovendien vormen NBFI's een belangrijke financieringsbron voor banken, goed voor ongeveer 20% van hun totale financiering (ECB, 2024a). Deze blootstelling is geconcentreerd in een kleine groep van grote systeembanken.⁷ De financiering bestaat voor een groot deel uit kortlopende leningen⁸ en vrij opneembare deposito's. Deze instrumenten zijn erg gevoelig voor marktschommelingen, waardoor ze een belangrijke rol spelen in de transmissie van liquiditeitsschokken naar de bankensector. Dit is eerder gebleken tijdens de grote financiële crisis van 2008 en de coronapandemie (Forbes et al., 2023; Gorton et al., 2020).

In een geopolitiek instabiele wereld neemt de kans op cyberaanvallen toe en dat vormt een dreiging voor de stabiliteit van het financiële systeem. Bij een toename van geopolitieke instabiliteit neemt de kans op grote incidenten extra toe, doordat statelijke actoren in toenemende mate betrokken zijn bij cyberaanvallen en hybride oorlogsvoering. Cyberincidenten vormen een operationeel risico bij financiële instellingen, die kunnen leiden tot financiële schade en vertrouwensverlies. De afgelopen jaren nam het aantal cyberaanvallen op overheden, bedrijven en banken flink toe (ECB, 2022).⁹ Bijna 10% van alle cyberaanvallen is gericht op de financiële sector (ENISA, 2024). Een cyberincident bij een financiële instelling kan zich verspreiden naar andere instellingen, wanneer er een breder verlies van vertrouwen optreedt en er een grote uitstroom van deposito's op gang komt (DNB, 2024c). Daarnaast kunnen financiële instellingen ook indirect worden getroffen door cyberincidenten. Dit gebeurt wanneer kritieke dienstverleners, zoals cybersecuritybedrijven, netwerkproviders of vitale infrastructuur zoals de energie- of telecommunicatiesector, het doelwit zijn (ECB, 2022). Cyberaanvallen gericht op marktinfrastructuur en betalings- en kapitaalmarktverkeer kunnen veel financiële instellingen gelijktijdig raken en zorgen voor liquiditeitsproblemen wanneer banken hun betalingen niet meer kunnen uitvoeren (DNB, 2024c).

Het vermogen van Nederlandse huishoudens is voornamelijk blootgesteld aan geopolitieke schokken via hun beleggingen in pensioenfondsen. Het vermogen van huishoudens zit voornamelijk in de huizenmarkt, spaarrekeningen en in pensioenfondsen. Woningmarktinvesteringen en deposito's zijn relatief minder vatbaar voor geopolitieke schokken (ECB, 2024a). Wel hebben Nederlanders indirect een relatief groot deel van hun vermogen via hun pensioenfondsen belegd. Daardoor worden ze blootgesteld aan geopolitieke

⁶ De sectoren die het meest kwetsbaar zijn voor geopolitieke schokken zijn gerelateerd aan transport, luchtvaart en specifieke productiegebieden als staal. Sectoren als technologie en andere productiegebieden hebben een gemiddelde risico-exposure. De sectoren die het minst blootgesteld zijn aan geopolitieke schokken zijn bijvoorbeeld mijnbouw en consumentengoederen. Sommige sectoren, zoals olie, gas en defensie, kunnen zelfs baat hebben bij geopolitieke schokken (Caldara & Iacoviello, 2022).

⁷ Met name grote banken zijn sterk verbonden met NBFI's. Ongeveer 80% van de financiering en 90% van de activablootstelling is geconcentreerd bij minder dan twintig banken in de eurozone (ECB, 2023a).

⁸ *Repurchase agreements* (repo's) zijn kortlopende leningen waarbij een partij een financieel instrument verkoopt met de afspraak om het op een later moment terug te kopen tegen een hogere prijs. Het verschil tussen de verkoop- en aankoop prijs vertegenwoordigt de rente op de lening.

⁹ In 2021 was het aantal cyberaanvallen wereldwijd ongeveer drie keer zo hoog als in 2015 (ECB, 2022).

schokken via hun beleggingsportefeuille.¹⁰ Significante dalingen in de waarde van pensioenbeleggingen kunnen leiden tot koopkrachtverlies, al worden de effecten uitgesmeerd over een langere periode. Nederlandse pensioenfondsen hebben van hun directe beleggingen in bedrijfsobligaties en aandelen minder dan 1% belegd in bedrijven die op geopolitieke afstand van Nederland staan (DNB, 2024c).¹¹ Wel hebben pensioenfondsen een forse blootstelling aan de economische en financiële ontwikkelingen in de VS. Zo beleggen Nederlandse pensioenfondsen meer in Amerikaanse bedrijfsobligaties en aandelen dan in die van Europese bedrijven (DNB, 2025a).¹² De nevenpublicatie van deze rapportage gaat verder in op hoe financiële instabiliteit in de VS zijn weerslag kan hebben op de Nederlandse financiële sector (CPB, 2025b).

3.3 Weerbaarheid

Financiële instellingen

Geopolitieke schokken kunnen een aanzienlijke verslechtering van kapitaalratio's met zich meebrengen, maar banken zijn in staat om een behoorlijke schok op te vangen. Het financiële stelsel in Nederland en Europa is tot op heden stabiel gebleven, ondanks de onzekerheid tijdens de coronapandemie, de uitbraak van de oorlog in Oekraïne en de huidige geopolitieke spanningen.¹³ Bankens in Nederland en de eurozone beschikken over solide kapitaal- en liquiditeitsbuffers. De kapitaalbuffers van Nederlandse banken zijn lager dan voor de coronapandemie, maar liggen nog steeds ruim boven de vereisten (figuur 3.7, links). Waar Nederlandse banken in Europees perspectief voor de coronapandemie echter erg grote buffers hadden, liggen deze inmiddels net iets boven het Europees gemiddelde.¹⁴ Uit historische analyse blijkt dat geopolitieke risico's doorgaans gepaard gaan met lagere bankkapitalisaties en dat de impact niet-lineair is, waarbij grote geopolitieke schokken zeer grote impact op bankkapitalisaties kunnen hebben (Behn et al., 2025). Uit een stresstest van de Europese Bankenautoriteit (EBA) uit 2023 onder zeventig Europese banken blijkt dat geopolitieke schokken een aanzienlijke verslechtering van de kapitaalratio's met zich meebrengen, maar dat banken in staat zijn de gesimuleerde schok op te vangen (EBA, 2023).¹⁵ De liquiditeitsbuffers, gemeten naar de *liquidity coverage ratio*, zijn weliswaar wat gedaald ten opzichte van de coronacrisis, maar nog steeds op orde (figuur 3.7, rechts).

¹⁰ Bron: Eurostat ([link](#))

¹¹ Daaronder vallen in deze analyse onder andere Rusland, Iran en China. Pensioenfondsen beleggen vooral in Nederland, andere EU-landen, de VS en het VK (DNB, 2024c).

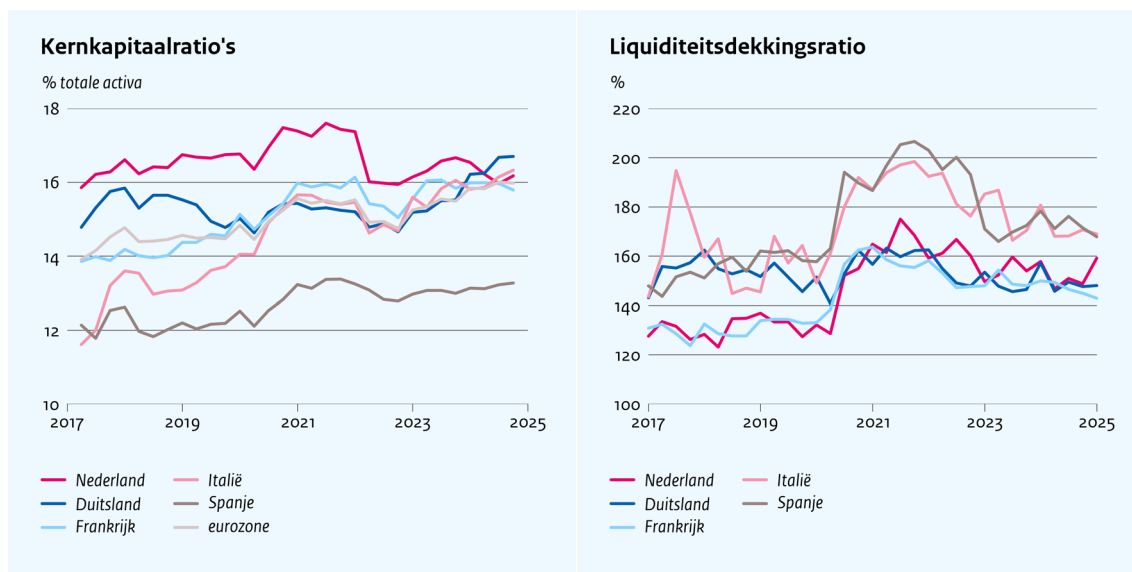
¹² Pensioenfondsen beleggen ongeveer 19% van hun totale vermogen in niet-financiële instellingen in de VS en 6% in niet-financiële instellingen in de EU. In hun totale portefeuille, inclusief staatsobligaties en financiële instellingen, investeren ze wel meer in de EU dan in de VS (DNB, 2025a).

¹³ Ook overheidsbeleid, zoals steunmaatregelen voor bedrijven, heeft hierbij een stabiliserende rol gespeeld.

¹⁴ De daling van de Nederlands tier-1 kapitaalratio in 2024 wordt met name gedreven door een stijging in de risicogewogen activa. Bron: DNB ([link](#)). Dit kan het resultaat zijn van risicovollere investeringen, maar ook van modelwijzigingen.

¹⁵ De zeventig banken in de test bezitten ongeveer 75% van alle bankenactiva in Europa. Het stresstestscenario, dat de periode 2023-2025 beslaat, gaat uit van een 6% bbp-daling in Europa over een periode van drie jaar, een wereldwijde recessie, hoge inflatie, rentes en werkloosheid en dalende activawaardes. In dit negatieve scenario daalt de gemiddelde kernkapitaalratio van Europese banken in de *sample* in 2025 van 16,39% in het basisscenario naar 10,39% in het stresstestscenario. Voor de vier grootste Nederlandse banken daalt de gemiddelde kernkapitaalratio van 15,56% naar 9,99%.

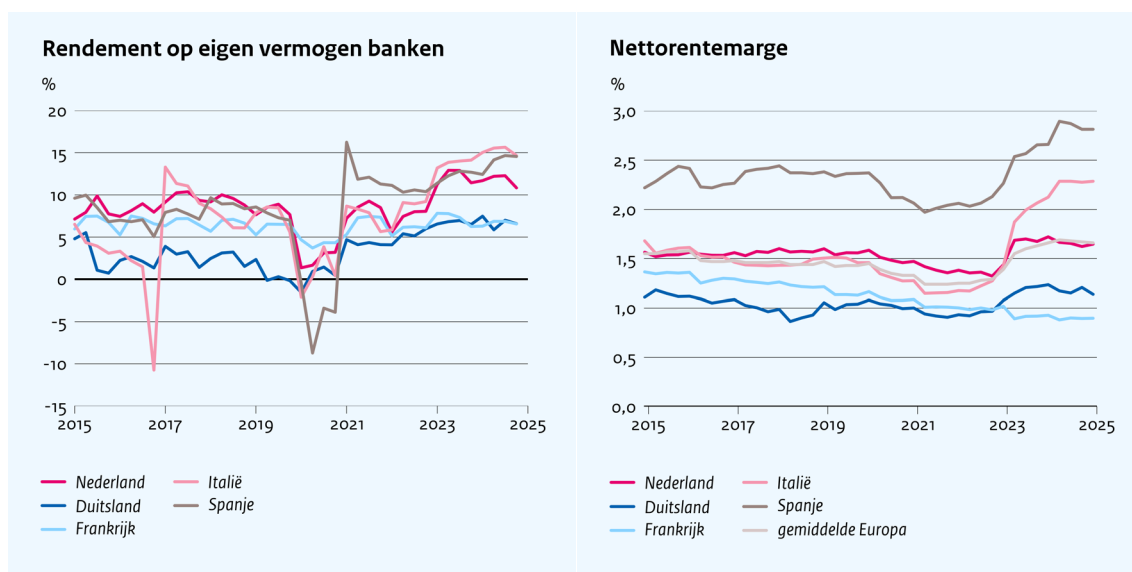
Figuur 3.7 Europese banken beschikken over robuuste kapitaal- en liquiditeitsbuffers



Figuurnoot: De figuur links toont de zogenoemde kernkapitaalratio's, *common equity tier-1 ratio*. Het eurozonegemiddelde is gewogen naar bbp. De figuur rechts toont de liquiditeitsdekkingsratio, *liquidity coverage ratio* voor belangrijke banken (*significant institutions*). Dit is 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 ([link](#)) (links); ECB ([link](#)) (rechts)

De Europese bankensector heeft de afgelopen jaren kunnen profiteren van een gunstige rente-omgeving, maar moet zich nu aanpassen aan de gewijzigde koers van het monetair beleid. De gestegen rentes in 2023 en 2024 hebben bijgedragen aan recordwinsten en -dividenden van Europese banken (Foy, 2025) (figuur 3.8, links). Inmiddels is de beleidsrente van de ECB verlaagd. Dit kan op termijn de nettorentebaten van banken verminderen en kan de winstgevendheid van de sector op termijn drukken. Nettorente-inkomsten zijn recent weer licht gedaald, wat erop wijst dat de belangrijkste factor achter de gestegen bankwinsten afvlakt. Daarnaast is de ECB volledig gestopt met het herinvesteren van aflopende obligaties uit de verschillende opkoopprogramma's. Daardoor kunnen banken niet meer rekenen op liquiditeit verstrekt tegen gunstige voorwaarden door de centrale bank, maar moeten ze actiever op zoek naar financiering via de markt. Ondanks deze veranderingen lijken banken zich goed aan te passen aan de afname van liquiditeit verstrekt door de ECB door alternatieve marktfinancieringsbronnen te benutten, zoals repo-markten (Hartung et al., 2025).

Figuur 3.8 De winstgevendheid van Europese banken stijgt (links), maar de nettorentemarge daalde recent licht na een eerdere stijging (rechts)



Figuurnoot: Het rendement op eigen vermogen (*return on equity*) in de figuur links is een mate van winstgevendheid. De nettorentemarge (*net interest margin*) in de figuur rechts geeft de verhouding aan tussen de nettorentebaten (het verschil tussen rente-inkomsten en rentekosten) en de rentedragende activa. De reeks voor het gemiddelde Europa is gebaseerd op een sample van 162 banken in de EU/EEA die 80% van totale bezittingen omvatten.

Bron: Macrobond (links); European Banking Authority (2024) (rechts)

Verzekeraars zijn gevoelig voor geopolitieke schokken via hun beleggingen en hun verzekeringsverplichtingen. De Europese toezichthouder voor verzekeraars en pensioenfondsen (EIOPA) voerde in 2024 een stresstest uit waarbij een schok werd doorgerekend die voortkomt uit een scenario van oplopende geopolitieke spanningen, lagere economische groei en hogere inflatie (EIOPA, 2024).¹⁶ Uit de stresstest blijkt dat dat dit scenario een aanzienlijke impact heeft op het eigen vermogen van verzekeraars, maar dat zowel Europese als Nederlandse verzekeraars in staat zijn om deze schokken op te vangen.¹⁷ De impact van het stressscenario op de liquiditeitspositie van verzekeraars lijkt daarentegen beperkt.

Overheid, bedrijven en huishoudens

De Nederlandse overheidsschuld is een van de laagste in Europa, maar de houdbaarheid van de overheidsschuld in sommige andere Europese landen baart zorgen. Volgens het Centraal Economisch Plan (CEP) neemt de Nederlandse overheidsschuld in 2025 toe tot 44,5% bbp (CPB, 2025a). Dit komt vooral door de hogere uitgaven aan zorg, sociale zekerheid en rentelasten. Daarmee zit Nederland nog steeds ruim onder de norm van 60% uit het Stabiliteits- en Groeipact.¹⁸ Sinds de coronapandemie zijn de overheidsschulden ten opzichte van het bbp in Europa gemiddeld genomen gedaald, mede door de hogere inflatie; eind 2024 was de gemiddelde overheidsschuld ongeveer 81% (figuur 3.9). Toch blijven de overheidsschulden in een aantal Europese landen fors hoger dan in de periode voor de eurocrisis en stijgen deze de komende jaren verder door (zie paragraaf 4.4). Er is een grote kans dat de overheidsschulden verder gaan oplopen door de grote ambities op het gebied van defensie, klimaat en innovatie (zie hoofdstuk 5). In het geval van een negatieve schok in de

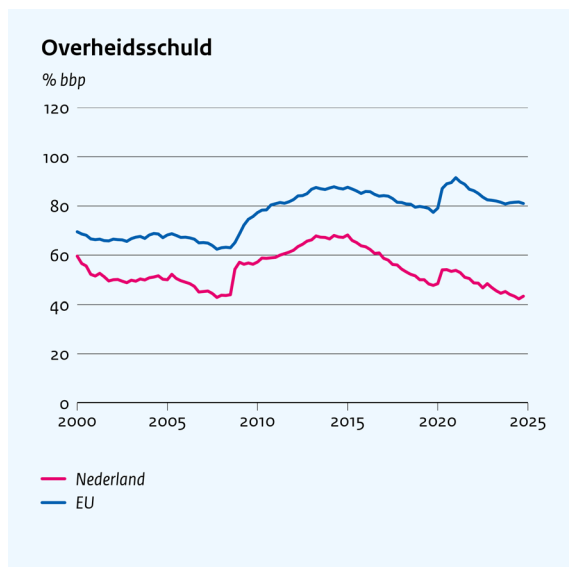
¹⁶ Later dit jaar zullen de resultaten van een stresstest gericht op pensioenfondsen worden gepubliceerd door EIOPA. In deze stresstest worden twee scenario's doorgerekend. In het ene scenario wordt aangenomen dat de rente plotseling stijgt door geopolitieke spanningen, handelonzekerheid en verzwakking 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 (EIOPA, 2025).

¹⁷ De solvabiliteitsratio van de verzekeraars in de studie daalt door het scenario van 221,8% naar 123,3%, waar 100% de minimumvereiste is. Deze daling vertaalt zich naar een kapitaalverlies van zo'n 270 mld euro (EIOPA, 2024).

¹⁸ In het Stabiliteits- en Groeipact hebben Europese lidstaten afspraken gemaakt over hun begrotingsregels met als doel om de houdbaarheid van de overheidsfinanciën te verbeteren. Hierin is een grenswaarde voor de overheidsschuld opgenomen van 60% bbp.

economie kan er dan snel onrust ontstaan op de obligatiemarkten van overheden met beperkte budgettaire ruimte. Dit kan vervolgens overslaan naar de reële (Nederlandse) economie, zoals ook het geval was tijdens de Europese schulden crisis van 2010-2014.

Figuur 3.9 De overheidsschulden in Nederland en Europa daalden de afgelopen jaren ten opzichte van het bbp



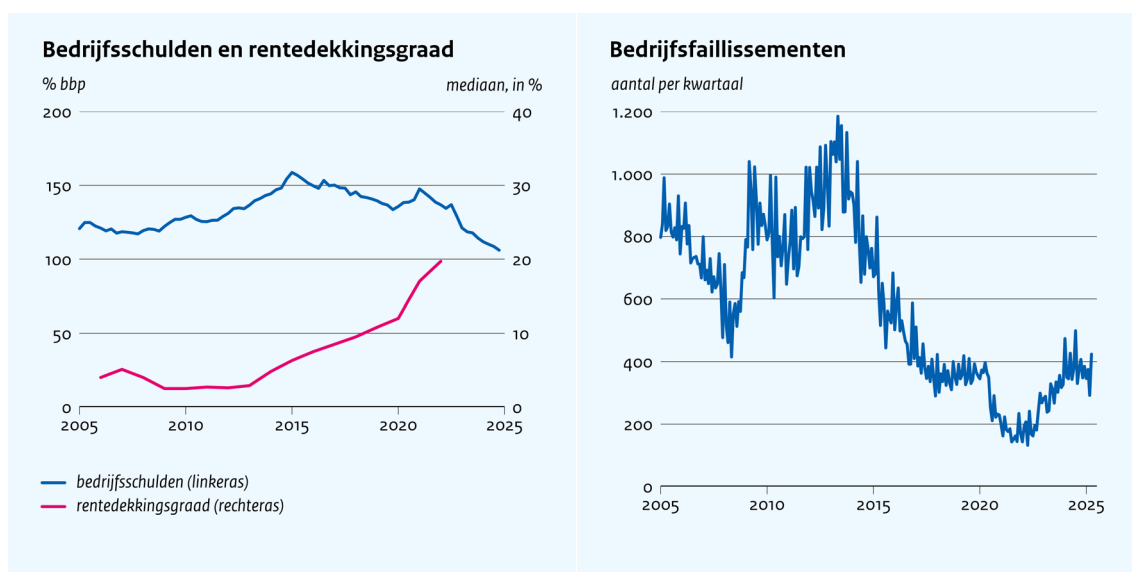
Figuurnoot: Het EU-gemiddelde is gewogen naar bbp.
Bron: Eurostat ([link](#))

Nederlandse bedrijven zijn weerbaarder door afnemende schulden en verbeterde schuldhoudbaarheid.

Nederlandse bedrijfsschulden zijn de afgelopen jaren gedaald, maar blijven hoger dan het eurozonegemiddelde van 67% (figuur 3.10, links). Ook nam de houdbaarheid van de bedrijfsschulden toe (Lammers et al., 2024). Dit stelt bedrijven in de toekomst beter in staat om schokken, zoals een toename in rentekosten of een dalende vraag, op te vangen. Tegelijkertijd spelen schulden ook een belangrijke rol bij het financieren van productieve investeringen. Tijdens de coronapandemie lag het aantal faillissementen op een aanmerkelijk lager niveau dan daarvoor. Het aantal faillissementen steeg nadat de coronasteunmaatregelen voor bedrijven afliepen in 2022, maar ligt nog steeds op een historisch laag niveau (figuur 3.10, rechts). De winstquote van Nederlandse bedrijven daalde in 2024 licht vergeleken met 2023, maar blijft bovengemiddeld hoog.¹⁹ Ook blijkt dat bedrijven het afgelopen jaar minder hebben geïnvesteerd en minder hebben uitgekeerd aan aandeelhouders via dividenden (FD, 2025a). Dit zou erop kunnen wijzen dat bedrijven hun buffers hebben versterkt.

¹⁹ De winstquote is de operationele winst als percentage van de toegevoegde waarde van bedrijven.

Figuur 3.10 De financiële positie van bedrijven verbetert (links) en aantal faillissementen is tamelijk laag (rechts)

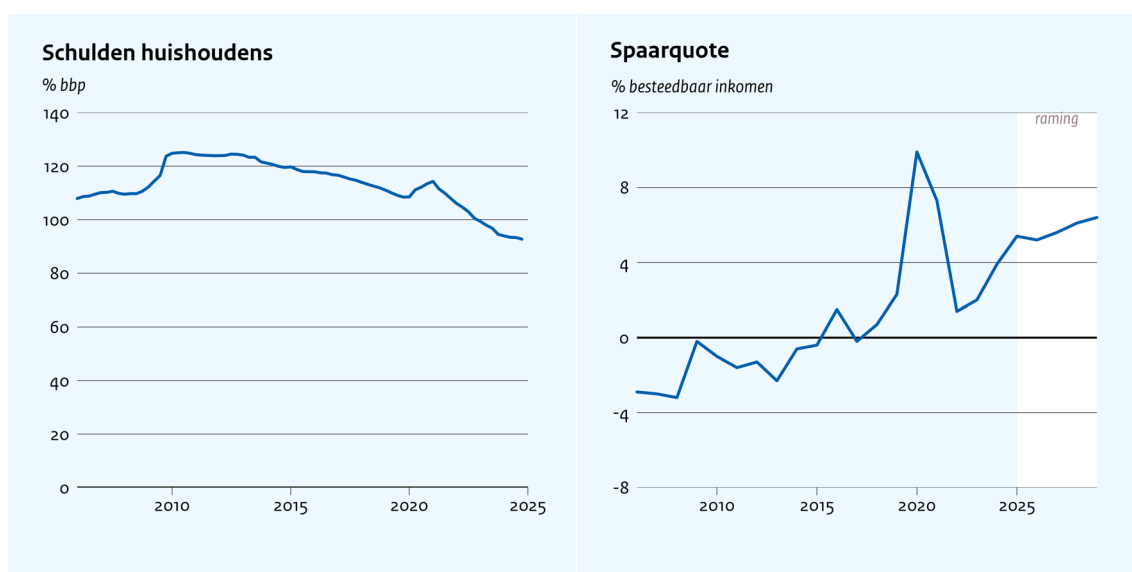


Figuurnoot: De rentedekkingsgraad in de linkerfiguur is de *interest coverage ratio* van Nederlandse bedrijven.

Bron: ECB ([link](#)) en Lammers et al. (2024) (links); CBS ([link](#)) (rechts)

De individuele spaarquote van Nederlandse huishoudens is gestegen en de totale schulden zijn sinds de coronapandemie afgenomen. Na een kleine toename tijdens de coronapandemie daalden de schulden van Nederlandse huishoudens als percentage van het bbp weer (figuur 3.11, links). Dit komt vooral door de afname van de hypotheekschuld door hogere aflossingen en aangescherpte leencriteria.²⁰ Dit maakt huishoudens weerbaarder voor schokken op de woningmarkt. De toename van hypotheekaflossingen is ook de belangrijkste reden voor de gestegen spaarquote, het deel van het inkomen dat huishoudens niet consumeren (Van der Wal et al. (2024); figuur 3.11, rechts). Eind 2024 hadden huishoudens een recordbedrag aan spaargeld op de bank staan (DNB, 2025b). De liquide buffers van huishoudens zijn echter heterogeen verdeeld: eind 2021 had bijna een op de zes huishoudens geen liquide middelen (Ciurila & Huizinga, 2025).

Figuur 3.11 De schulden van huishoudens nemen af ten opzichte van het bbp (links) en de spaarquote stijgt (rechts)



Bron: Eurostat ([link](#)) (links); CPB ([link](#)) (rechts)

²⁰ Bron: CBS ([link](#))

Internationale coördinatie

Geopolitieke fragmentatie zou het moeilijker kunnen maken om bij ernstige financiële schokken gecoördineerd in internationaal verband op te treden. Tot op heden zorgden gecoördineerde internationale acties voor ondersteuning van de weerbaarheid van het financiële stelsel. Dit werd zowel gedaan in de vorm van acute noodmaatregelen als via structurele regulering, zoals Basel-III, en institutionele versterking (zie ook het tekstkader in hoofdstuk 5 '(De)regulering door de jaren heen'). De ECB speelt een cruciale rol bij acute crisisbestrijding door middel van liquiditeitsondersteuning, monetaire verruiming en onconventioneel monetair beleid. Op mondiaal niveau spelen de BIS en het IMF een belangrijke rol in de coördinatie en communicatie tussen centrale banken en het voorzien van voldoende liquiditeit. Tijdens de coronapandemie zorgde deze internationaal gecoördineerde aanpak, naast nationale steun van overheden, ervoor dat het financiële stelsel macro-economische schokken kon opvangen in plaats van deze te vergroten, zoals wel was gebeurd tijdens de grote financiële crisis (FSB, 2020). Geopolitieke fragmentatie zou het lastiger kunnen maken om stabiele politieke coalities te vormen, waardoor samenwerking op kritieke onderwerpen kan worden bemoeilijkt (ECB, 2024b).

Als de VS terughoudender is met het aanbieden van dollarswaplijnen, kan dit de stabiliteit van het Europese financiële systeem negatief beïnvloeden. Europese banken en bedrijven zijn in hoge mate afhankelijk van dollarfinanciering, bijvoorbeeld voor internationale handel en het aflossen van buitenlandse schulden. Als de Amerikaanse Federal Reserve in de toekomst geen ongelimiteerde dollarswaps meer aanbiedt aan Europese centrale banken bij grote financiële schokken, kan dit aanzienlijke gevolgen hebben voor de weerbaarheid van het Europese financiële systeem. Tijdens de kredietcrisis 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. In het huidige geopolitieke klimaat is er echter onzekerheid of de Federal Reserve deze rol in de toekomst zal blijven vervullen (De Boer et al., 2025). Zonder toegang tot deze noodsteun dreigt bij onrust een acuut dollartekort, met mogelijke destabiliserende effecten op het internationale financiële stelsel en de bredere economie.

Deze toegenomen risico's vragen om versterking en verdieping van de Europese samenwerking. De traditionele trans-Atlantische alliantie staat onder druk op het gebied van economische stabiliteit en veiligheid. Daarom staan Europese landen voor de vraag hoe zij hun onderlinge coördinatie kunnen versterken om gezamenlijk risico's het hoofd te bieden. Dankzij Europese samenwerking profiteren landen van een grote interne markt en van de stabiliteit en voorspelbaarheid als gevolg van sterke onderlinge afhankelijkheden. Het heroverwegen van Europese strategische autonomie vraagt om meer investeringen in gezamenlijke projecten op het gebied van defensie, klimaat en innovatie. Dit draagt bij aan een robuustere economische en veiligheidsstructuur. Tegelijkertijd beperken de opgelopen overheidsschulden in veel Europese landen de bestedingsruimte van overheden en vormen in zichzelf een bron van onzekerheid op financiële markten. In het volgende hoofdstuk bespreken we de belangrijkste kwetsbaarheden in de eurozone.

4 Macro-economische onevenwichtigheden in de eurozone

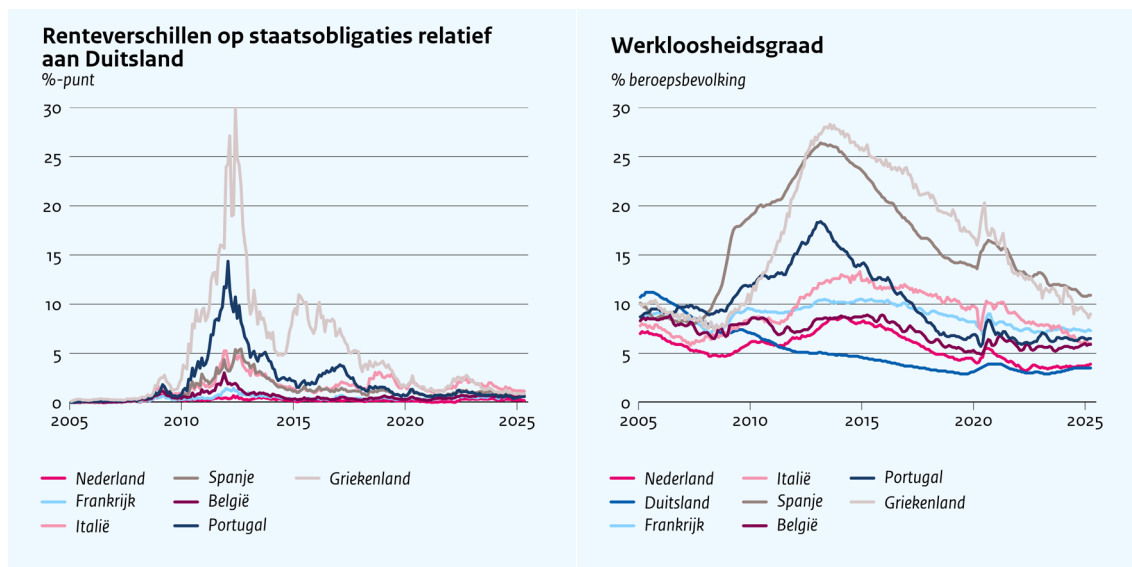
4.1 Inleiding

Een goed functionerende eurozone is in het belang van Nederland. Ons land is door handel en investeringen sterk verweven met andere lidstaten van de eurozone. Van de top tien Nederlandse exportbestemmingen liggen vijf landen in de eurozone: Duitsland, België, Frankrijk, Italië en Spanje (CBS, 2020). Nederland heeft veel baat gehad bij de euro, omdat het wegvallen van het wisselkoersrisico en verminderde transactiekosten een sterke impuls hebben gegeven aan de export (DNB, 2023b). Tegelijkertijd konden door weeffouten in de eurozone crises ontstaan. Door de nauwe verwevenheden met eurolanden en de hoge maatschappelijke kosten van crises, is een goed functionerende muntunie belangrijk. Dat wil zeggen: een unie waarin er geen grote en structurele onevenwichtigheden tussen landen bestaan die tot financieel risico kunnen leiden, die weerbaar is tegen schokken en waarin risico's zich niet snel tussen landen kunnen verspreiden.

Het is belangrijk dat economische onevenwichtigheden binnen de eurozone beperkt blijven. Sinds de invoering van de euro kunnen landen de wisselkoers niet meer aanpassen aan economische omstandigheden. Daarnaast viel ook de mogelijkheid voor nationaal afgestemd monetair beleid weg. Door het wegvallen van deze economische aanpassingsmechanismes, is het belangrijk dat de macro-economische verschillen tussen eurolanden beperkt blijven. Dit geldt in het bijzonder voor verschillen in de lopende rekeningen en overheidsschulden, die een belangrijke rol vormden bij eerdere crises (Pierluigi & Sondermann, 2018). Daarnaast moeten afspraken en instituties op Europees niveau de verschillen beheersbaar houden. We laten zien hoe ruim tien jaar na de eurocrisis een aantal belangrijke macro-economische onevenwichtigheden ervoor staan en welke kwetsbaarheden nog bestaan.

De eurocrisis (2010-2014) heeft laten zien dat de lidstaten kwetsbaar zijn zonder geïntegreerd Europees economisch beleid. Landen met grote tekorten op de lopende rekening, zoals Spanje, trokken voor de eurocrisis kapitaal aan van banken uit eurolanden met overschotten op de lopende rekening, zoals Nederland. Ondanks de grotere kapitaalmobiliteit, bleef het banktoezicht tot 2014 grotendeels nationaal. Mede daardoor werkte de grotere mobiliteit bubbelvorming in de hand, met als gevolg de Spaanse vastgoedcrisis, en werden systeemrisico's onvoldoende onderkend (Martin et al., 2019). Door effecten van de grote financiële crisis in 2008 en een veranderend sentiment leidden deze risico's tot verliezen, waardoor banken in de problemen raakten en moesten worden geherkapitaliseerd met overheidssteun. Dat drukte sterk op overheidsbegrotingen. In 2010 leidden zorgen over de schuldhoudbaarheid van enkele zuidelijke lidstaten tot sterk oplopende risicopremies (figuur 4.1, links). Deze oplopende premies verspreidden zich snel naar andere landen in de eurozone. Door blootstelling van banken aan de eigen overheid, konden zorgen over de schuldhoudbaarheid van overheden doorwerken naar de reële economie (figuur 4.1, rechts) en werd de crisis verdiept. Uiteindelijk leidde deze crisis in veel eurolanden, waaronder Nederland, tot een recessie met sterk oplopende werkloosheid tot gevolg (CBS, 2025).

Figuur 4.1 De renteverschillen op staatsobligaties liepen op tijdens de eurocrisis (links) en daarop volgde werkloosheid (rechts)



Bron: Macrobond (links), CPB-bewerking (links); Eurostat ([link](#)) (rechts)

Sinds de eurocrisis zijn enkele onevenwichtigheden tussen landen afgenomen, maar vooral hoge overheidsschulden vormen nog een risico. Het startpunt van onze analyse is de zogenoemde ‘Taylor-rente’²¹ per land, waarmee we laten zien dat de spreiding in optimale beleidsrentes tussen landen recent is afgenomen. Hoewel dit erop wijst dat het centrale monetaire beleid beter aansluit, zijn er nog steeds verschillen tussen landen en kan die spreiding toch weer oplopen bij economische schokken. Daarna beschouwen we de ontwikkeling van onevenwichtigheden in lopende rekeningen en overheidsschulden, omdat die de belangrijke kanalen van financieel risico’s vormen (Pierluigi & Sondermann, 2018). We maken duidelijk dat onevenwichtigheden in de lopende rekeningen zijn afgenomen, al is de stabiliteit van deze ontwikkeling onzeker, bijvoorbeeld door importheffingen. Ten slotte laten we zien dat onevenwichtigheden in overheidsschulden zijn toegenomen sinds de eurocrisis. Dit vormt een risico voor de stabiliteit van de eurozone (DNB, 2024a), zeker wanneer begrotingsregels niet adequaat worden toegepast. Het risico dat uitgaat van overheidsschulden neemt toe naarmate deze schulden door grote publieke investeringen verder oplopen.

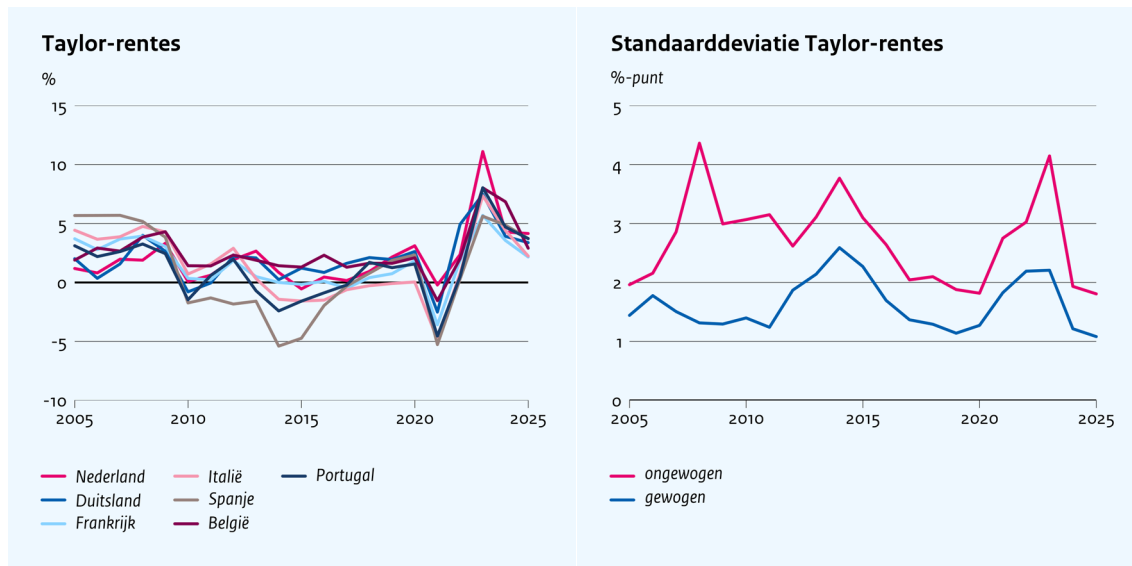
4.2 Aansluiting centraal monetair beleid bij individuele eurolanden

Met een analyse van de Taylor-rente laten we zien hoe goed het centrale monetaire beleid aansluit bij de economische omstandigheden van individuele landen. De beleidsrente van de ECB in de eurozone is minder passend bij uiteenlopende conjunctuur- en inflatiecycli, omdat de rente voor het ene land dan te hoog ligt en voor het andere te laag. De spreiding in de Taylor-rente tussen landen laat zien in hoeverre het centrale monetaire beleid niet goed past bij conjunctuurcycli van individuele landen, waar meer spreiding erop duidt

²¹ De Taylor-rente is een theoretisch concept, maar is zeer bruikbaar om aan te tonen in hoeverre de daadwerkelijke beleidsrente (zoals bepaald door de ECB) afwijkt van wat zou passen bij de individuele conjunctuurcycli. De Taylor-rente geeft de feitelijk benodigde beleidsrente voor een land, gegeven waar een land zich in de conjunctuurcyclus bevindt. De Taylor-rente kan daarmee ook worden gezien als een maatstaf van in hoeverre conjunctuurcycli van eurolanden van elkaar verschillen. Wij berekenen Taylor-renten van individuele landen met de *output gap*, HICP-kerninflatie en CPB-schattingen van de natuurlijke rentevoet (eigen berekeningen aan de hand van data van Eurostat en de Europese Commissie). We verwijzen naar Taylor (1993) voor de gebruikte vergelijkingen.

dat de centrale rente minder passend is (Kuiper & Van der Kwaak, 2022). Figuur 4.2 toont de Taylor-rentes en de spreiding voor enkele eurolanden in de afgelopen twintig jaar.

Figuur 4.2 De Taylor-rentes van Europese landen liepen uiteen tijdens crises (links) en de spreiding van Taylor-rentes is recent afgenomen (rechts)



Figuurnoot: De verschillen tussen de gewogen en ongewogen standaarddeviatie (SD) laten zien dat de SD sterk wordt opgedreven door eurolanden met een relatief laag bbp. In onze analyse gaan we desondanks uit van de ongewogen SD, omdat ook de aansluiting van monetair beleid bij de economische toestand van kleinere economieën van belang is voor het functioneren van de Economische en Monetaire Unie (EMU). In de berekening van de Taylor-rente volgen we Kuiper & Van der Kwaak (2022).

Bron: CPB-berekening, Eurostat ([link](#)) en Ameco-database ([link](#))

Wanneer de beleidsrente van de ECB afwijkt van de benodigde beleidsrente voor een land, bemoeilijkt dit het aanpassingsproces van de economie en kan dit leiden tot onevenwichtigheden. Te lage rentes²² kunnen leiden tot speculatieve bubbels op financiële markten (Aoki & Kalin, 2015), hoogconjunctuur versterken en inflatie aanjagen. Lage rentes maken het namelijk relatief goedkoop voor bedrijven om hun investeringsbehoeften te financieren, wat kan resulteren in overmatige kredietverlening door banken en een hogere of zelfs te hoge risicobereidheid (*search for yield*). Dit kan zeker bij een gebrek aan adequaat (banken)toezicht en een geloofwaardige *no bail-out* tot verliezen leiden. Anderzijds kan ook een te hoge rente problematisch worden, omdat het investeringen duurder maakt en daarmee economische groei beperkt. Ook de schuldhoudbaarheid, waaronder (hoge) overheidsschulden, kan door hoge rentes onder druk komen te staan (zie paragraaf 4.4).²³

De beleidsrente van de ECB sloot historisch minder goed aan bij conjunctuurcycli van individuele landen. In het verleden waren er grote verschillen tussen de Taylor-rentes in de eurozone (figuur 4.2, links). Taylor-rentes in enkele zuidelijke Europese landen lagen in de periode 2002-2007 hoger dan de geldende beleidsrente en de spreiding in de Taylor-rente was groot. In Spanje droeg die (te) lage rente bij aan excessieve kredietverlening en de vorming van een huizenmarktbubbel (Martin et al., 2019). Dat leidde uiteindelijk tot kredietverliezen bij banken en vormde daarmee een belangrijke trigger voor de eurocrisis. De te hoge rente die erop volgde, remde vervolgens het economisch herstel en beperkte de schuldhoudbaarheid van snel toenemende overheidsschulden.

²² Wij gebruiken de Taylor-rente als maatstaf voor de passende beleidsrente van een land. Uiteraard kent de Taylor-rente beperkingen en zal een centrale bank kijken naar meer factoren dan die onderliggend aan de Taylor-rente alleen. Ondanks de beperkingen geeft de Taylor-rente ons een inschatting van hoe het centrale monetaire beleid (rente-instrument) past bij de (soms zeer) verschillende landen in de eurozone.

²³ Wel is het zo dat een hogere rente disciplinerend werkt en dat kan excessieve schuldhogtes mitigeren.

De recente daling van de spreiding in Taylor-rentes is een indicatie dat het rentebeleid van de ECB op dit moment beter aansluit bij de economische omstandigheden van individuele landen. Na de eurocrisis nam de spreiding in de Taylor-rentes af. Dit is een indicatie dat conjunctuurcycli meer synchroon zijn gaan lopen, waardoor de centrale beleidsrente beter aansluit. Tijdens de energiecrisis van 2022 nam de spreiding in de Taylor-rentes echter weer fors toe. Dit is te verklaren door sterk uiteenlopende inflatiepatronen en conjunctuurcycli tussen eurolanden (Coutinho & Licchetta, 2023). Met de daaropvolgende daling van de inflatie nam na 2022 ook de spreiding in de Taylor-rentes af en bevindt die zich momenteel op het (lage) niveau van voor de energiecrisis (circa 180 basispunten). Hierbij moet wel het volgende worden opgemerkt. In figuur 4.2 (rechts) is te zien dat de spreiding toeneemt na economische schokken, zoals de grote financiële crisis, de eurocrisis en de coronapandemie. Het is aannemelijk dat dit ook bij een volgende schok kan gebeuren. Daarnaast is een spreiding van 180 basispunten nog steeds relatief hoog, omdat die spreiding impliceert dat er nog altijd eurolanden zijn waarvoor de huidige beleidsrente relatief ver verwijderd is van wat in theorie passend zou zijn.²⁴

4.3 Onevenwichtigheden in de lopende rekeningen

Structurele tekorten op de lopende rekening zijn onwenselijk in een muntunie, omdat ze gepaard kunnen gaan met macro-economische en financiële instabiliteit. Het saldo op de lopende rekening geeft aan in hoeverre een land inkomen uit het buitenland genereert, of per saldo betaler is. Lidstaten met een tekort importeren meer dan ze exporteren en moeten het verschil financieren met buitenlands kapitaal. Daardoor bouwen ze schulden op en daarmee afhankelijkheid van buitenlandse financiers. Deze afhankelijkheid maakt landen kwetsbaar voor veranderingen in het sentiment op de financiële markten en de risicobereidheid van buitenlandse investeerders. Een verslechtering van het marktsentiment kan leiden tot hogere leenkosten of verminderde toegang tot financiering, wat de economische groei en financiële stabiliteit onder druk zet. Binnen de eurozone is dit risico groter, omdat landen geen autonomie meer hebben over het monetaire beleid en de wisselkoers zich niet vrij kan aanpassen richting een evenwichtswaarde. Bovendien ontbreekt binnen de eurozone een gezamenlijke en significante begrotingsbuffer. Daardoor kunnen landen niet per definitie rekenen op fiscale overdrachten als een terugtrekking van buitenlands kapitaal tot problemen leidt. In periodes van stress kunnen hierdoor scherpe bezuinigingen nodig zijn die de economie verder verzwakken en onevenwichtigheden verdiepen.

Ook structurele overschotten op de lopende rekening zijn om meerdere redenen ongewenst. Ten eerste kunnen structurele overschotten wijzen op economische onevenwichtigheden binnen een land. Een overschot kan het gevolg zijn van zwakke binnenlandse bestedingen, hoge besparingen (waaronder pensioeninleg in de tweede pijler), beperkte loonontwikkelingen of een laag niveau van investeringen. Dat kan economische groei beperken. Ten tweede gaat een structureel overschot gepaard met buitenlandse financiële vorderingen, wat de gevoeligheid voor externe schokken in het buitenland vergroot. Overschotlanden zijn namelijk afhankelijk van de uitgestelde betaling van exporten en hebben buitenlandse investeringen. Een schok (zoals een recessie) in een tekortland²⁵ kan de vraag naar exporten verminderen en het wanbetalingsrisico op exporten vergroten, waardoor een overschotland geraakt kan worden. Ten derde kunnen overschotten leiden tot internationale kapitaalmisallocatie (Baldwin & Giavazzi, 2015), zoals in de aanloop naar de eurocrisis. Dit kapitaal werd veelal besteed aan vastgoed, consumptie en overheidsuitgaven,

²⁴ We hebben dit afgezet tegen de standaarddeviatie tussen Amerikaanse staten, een andere grote muntunie. Dat deden we door replicatie van de analyse van Kuiper & Van der Kwaak (2022). In hun steekproefperiode lag de SD in de eurozone structureel circa 40 basispunten hoger dan in de VS. 180 basispunten betekent dat in 95% van de gevallen de meest extreme landen zich plus/minus 350 basispunten van het optimale niveau zullen bevinden.

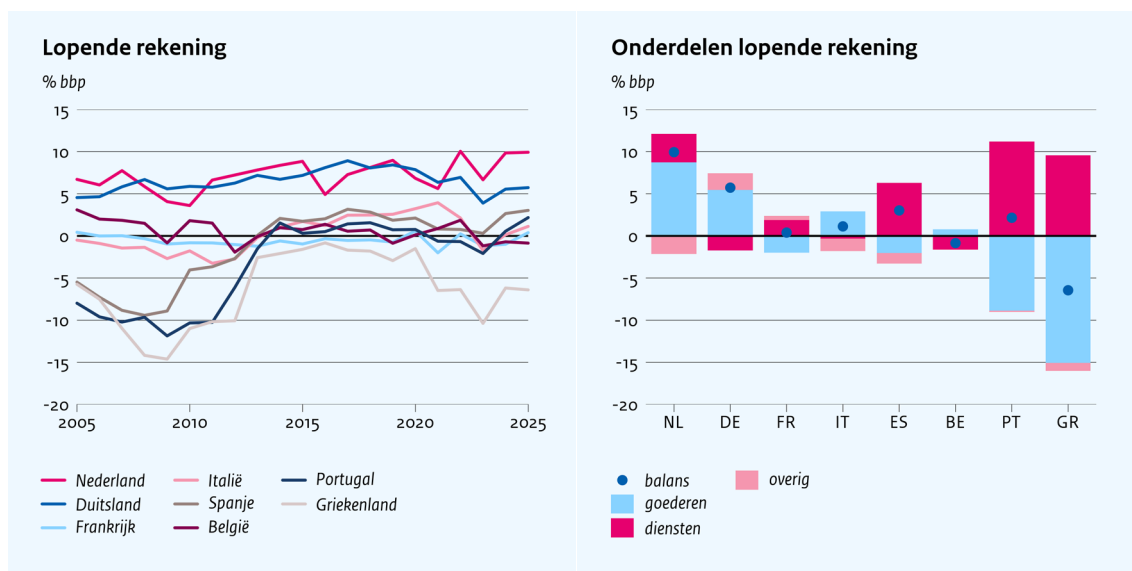
²⁵ Dat is vooral een probleem wanneer er sterke afhankelijkheden bestaan in de exporten naar een land, en er daarmee weinig sprake van diversificatie is. Ook is het een probleem als er een schok plaatsvindt waar men weinig invloed op heeft, zoals invoertarieven.

in plaats van aan investeringen die de groei op lange termijn versterken. Toen de eurocrisis uitbrak, kwamen banken in overschotlanden in de problemen door hun blootstelling aan risicovolle leningen in tekortlanden.

Er bestaan bandbreedtes waarboven een structureel tekort of een overschot als problematisch kan worden aangemerkt. In de praktijk zal het saldo op de lopende rekening vrijwel nooit nul zijn. Het is daarom van belang te kijken naar de hoogte van het saldo, omdat dat de mate van risico bepaalt. De Europese Commissie heeft per land bandbreedtes opgesteld waarboven een structureel tekort of overschot problematisch is. Een tekort groter dan 4% bbp wordt gezien als risicovol, voor een overschot is dat 6% (EC, 2016). Daarbij zijn de factoren die het tekort of overschot drijven van belang, in zoverre die een macro-economische zwakte weerspiegelen. Zo wordt voor Nederland het overschot gedreven door hoge besparingen die in het buitenland worden belegd (Rojas-Romagosa & Van der Horst, 2015). Dat wijst mogelijk op een gebrek aan investeringen in Nederland zelf.

Sinds de eurocrisis zijn verschillen in het saldo van de lopende rekening afgenomen, al is de convergentie de laatste jaren gestagneerd. Landen met de grootste tekorten voor de eurocrisis zijn intussen veranderd in overschotlanden (figuur 4.3, links). Dit geldt voor Spanje, Italië en Portugal, maar niet voor Griekenland. Nederland laat nog steeds een structureel overschot zien. Daarmee zijn de verschillen in lopende rekeningen tussen eurolanden kleiner geworden. Dit is het resultaat van land-specifieke factoren. Zo droegen bezuinigingen door de overheid in Spanje en Italië na de eurocrisis mede bij aan een lagere importvraag, terwijl de export juist toenam (Baimbridge et al., 2017). Andere verklaringen zijn de relatief lagere inflatie, gematigde loongroei en arbeidsmarkthervormingen in Zuid-Europese landen (Litsios & Pilbeam, 2022; Tresselt & Wang, 2014), die de internationale concurrentiepositie hebben verbeterd. Ten slotte spelen productiviteitsgroei (Schuler & Sun, 2022) of het aantrekken van toeristische bestedingen in landen met een grote afhankelijkheid van toerisme een rol, zoals Spanje (Andrés & Baquero, 2020).

Figuur 4.3 De saldo's van de lopende rekeningen zijn over tijd voor de meeste landen verbeterd (links) en de compositie van de lopende rekening verschilt over eurolanden (rechts)



Figuurnoot: In de rechterfiguur is de samenstelling van de lopende rekening weergegeven voor 2024.

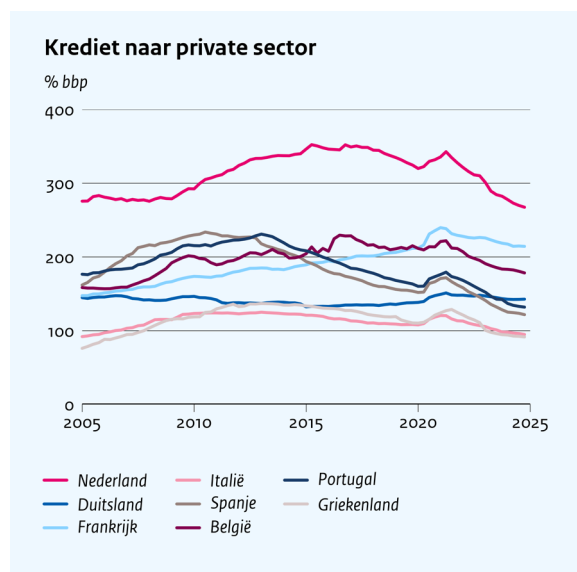
Bron: CPB-bewerking, IMF ([link](#)), Wereldbank ([link](#)) (links); Eurostat ([link](#)) (rechts)

De financiële risico's zijn gedaald door het afnemen van structurele tekorten op de lopende rekeningen. Voor de meeste eurolanden zijn tekorten op de lopende rekening veranderd in overschotten. Hierdoor zijn zij minder afhankelijk van buitenlands kapitaal om consumptie uit het buitenland te financieren en daarmee van het sentiment op financiële markten en de risicobereidheid van buitenlandse investeerders. Ook is er minder

sprake van excessieve groei van kredieten die werden aangewend om investeringen te financieren die beperkte economische groei genereerden. Landen die in aanloop naar de eurocrisis een sterke kredietgroei kenden, zagen in de periode erna een aanzienlijke afname (figuur 4.4).²⁶ Daarmee is het risico op bubbelvorming afgenomen (Martin et al., 2019). Dit geldt ook voor het financieel-stabiliteitsrisico dat zich via buitenlandse investeerders kon verspreiden naar landen met overschotten. Het is echter onzeker hoe stabiel de verbeteringen op de lopende rekeningen zijn. Voor landen zoals Spanje, Portugal en Griekenland, is het overschot op de lopende rekening gedreven door diensten (waaronder toerisme), waarvan de inkomsten erg conjunctuurgevoelig zijn (figuur 4.3, rechts). Zo daalden toeristische bestedingen tijdens de coronapandemie aanzienlijk (Výškrabka & Aruqaj, 2024).

De risico's door structurele overschotten blijven echter bestaan en houden verband met hoge besparingen. Landen als Nederland en Duitsland hebben nog steeds structurele overschotten op de lopende rekening. De overschotten worden op macro-economisch niveau gedreven door hoge besparingen, zowel door huishoudens (bijvoorbeeld via pensioenopbouw) als bedrijven. Eerder werk van het CPB wijst erop dat gekeken moet worden naar oorzaken achter de hoge spaarquote (Rojas-Romagosa & Van der Horst, 2015), met name naar een gebrek aan investeringen. Een tekort aan investeringen kan op termijn economische groei beperken, omdat deze nodig zijn voor productiviteitsgroei en het toekomstbestendiger maken van de economie.

Figuur 4.4 De kredietgroei naar de private sector is gedaald



Figuurnoot: Nederland vormt in deze figuur een outlier door hoge hypotheekschulden (Lammers & Ciurila, 2023).

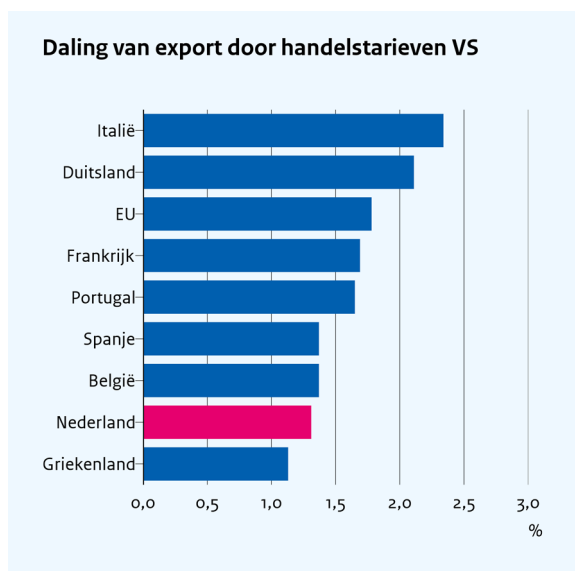
Bron: BIS ([link](#))

De verschillen tussen landen kunnen weer toenemen door Amerikaanse invoerheffingen en Europese vergeldingsacties. De handelsoorlog beperkt de wederzijdse handel tussen de VS en Europese landen. Door verschillen in het relatieve belang van de handel met de VS voor een land, kunnen onevenwichtigheden in lopende rekeningen in de eurozone weer toenemen. Figuur 4.5 laat zien dat Italië en Duitsland harder worden geraakt dan het EU-gemiddelde en Nederland in mindere mate (wegens een geringer aandeel van de totale

²⁶ Hierbij valt wel aan te merken dat de afname in de kredietgroei ook verband kan houden met moeilijkheden in de toegang tot (bancaire) financiering van bijvoorbeeld bedrijven. Dat kan juist problematisch zijn, omdat het investeringen beperkt. In Nederland bestaan zorgen over de toegang van het bedrijfsleven tot bancaire financiering: Nederlandse leningaanvragen worden relatief vaak afgewezen en bancaire financiering in Nederland is relatief duur. De afname in de kredietgroei kan daarmee weliswaar indicatief zijn dat het risico op bubbelvorming is afgenomen, maar dus ook een indicatie zijn dat er te beperkt toegang is tot (bancaire) financiering. Nader onderzoek zal moeten uitwijzen wat de onderliggende oorzaken zijn achter de stagnatie van de kredietgroei.

export naar de VS). Landen met een marginaal overschot, zoals Italië en Spanje, kunnen door de mogelijke daling in exporten weer veranderen in een tekortlanden. Hierbij moet worden opgemerkt dat de geschatte effecten nog zeer onzeker zijn en dat het nog te vroeg is voor stellige conclusies.

Figuur 4.5 De Nederlandse export wordt relatief beperkt geraakt door importheffingen van de VS



Figuurnoot: De figuur toont de daling in de export door de aangekondigde invoerheffingen door de VS (stand van zaken: 15 april 2025). Er wordt aangenomen dat Europese landen met hetzelfde tarief terugslaan en dat is meegenomen in de berekeningen. Bron: CPB-berekening, onderliggend aan Van der Wal et al. (2025)

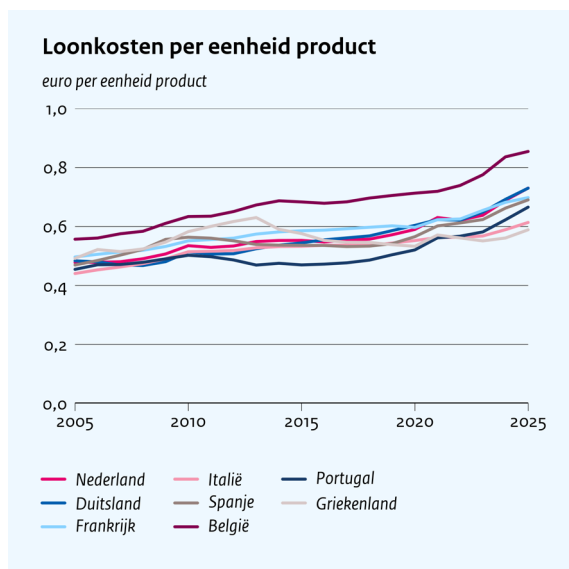
Aanhoudende niveaoverschillen in lopende rekeningen weerspiegelen nog wel variatie in concurrentieposities, maar ook in spaar- en investeringsgedrag. Binnen de eurozone is er weliswaar sprake van minder onevenwichtigheden in de saldo's op de lopende rekening, maar er zijn nog wel persistente niveaoverschillen tussen landen.²⁷ Deze niveaoverschillen weerspiegelen onderlinge variaties in de concurrentiekracht van landen, die mede kunnen worden verklaard door verschillen in de productiviteit en lonen (DNB, 2023a; Pierluigi & Sondermann, 2018).²⁸ De loonkosten per eenheid product, die beide dimensies combineert, fungeert als een maatstaf voor concurrentiekracht. Aan de vooravond van de eurocrisis in 2010 hadden Spanje en Griekenland hogere loonkosten per eenheid product dan landen als Duitsland en Nederland, terwijl Portugal en Italië zich op een vergelijkbaar niveau met Duitsland en Nederland bevonden (figuur 4.6). Momenteel hebben deze vier zuidelijke landen lagere loonkosten per eenheid product dan de noordelijke landen. Tegelijkertijd hebben alle vier de zuidelijke landen een verbetering in hun lopende rekening gezien.²⁹ Toch blijft het tekort op de lopende rekening van Griekenland fors, ondanks dat daar loonkosten per eenheid product lager liggen dan in andere eurolanden. Deze schijnbare tegenstelling laat zien dat de balans op de lopende rekening tot stand komt door meer factoren dan enkel concurrentiepositie, zoals ook het spaar- en investeringsgedrag in een land.

²⁷ Juist de persistentie is een indicatie dat er in reële termen verminderd sprake is van convergentie van lonen en prijzen (in economenjargon: 'the law of one price does not hold'). Anders zouden saldo's op de lopende rekening meer in evenwicht zijn, doordat binnen een monetaire unie prijzen en lonen zouden convergeren (PPP).

²⁸ Ook landspecifieke voorkeuren en de kwaliteit van overheidsinstituten en wetgeving verklaren de verschillen deels.

²⁹ De positie van deze selectie eurolanden aan andere (niet-Europese) landen is ook relevant maar valt buiten deze analyse.

Figuur 4.6 Loonkosten per eenheid product kunnen verschillen lopende rekeningen deels verklaren



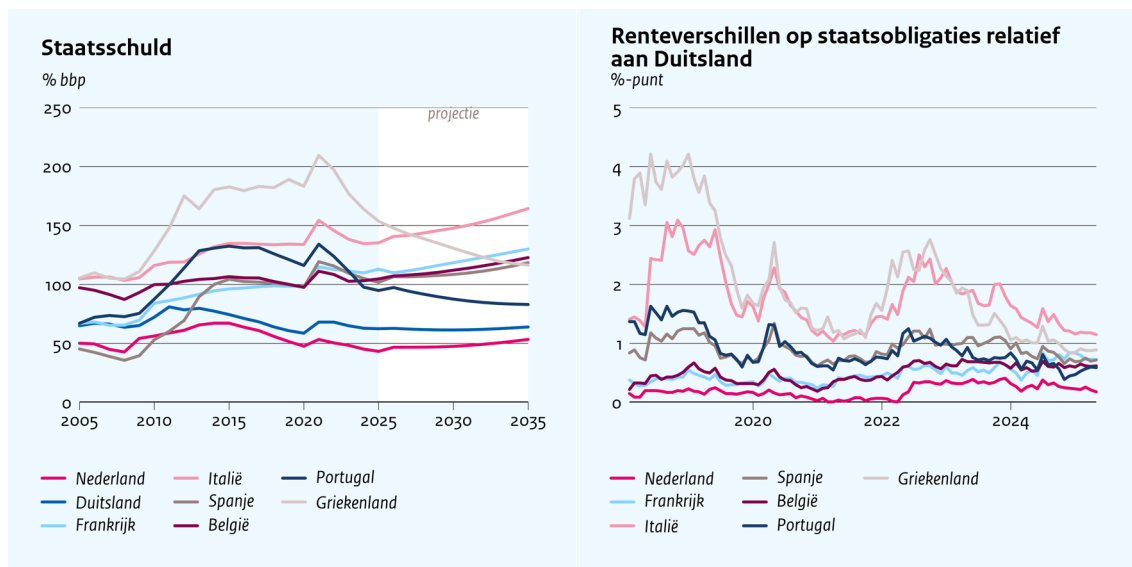
Figuurnoot: De loonkosten per eenheid product (*unit labour costs*) geeft de verhouding aan tussen loonkosten en arbeidsproductiviteit en dient als een maatstaf voor het concurrentievermogen van een land.

Bron: ECB ([link](#))

4.4 Financiële risico's door hoge overheidsschulden

Er bestaan nog forse verschillen in de hoogte van overheidsschulden. In veel eurolanden liggen de overheidsschulden boven de normen van het Europese Stabiliteits- en Groeipact (figuur 4.7, links). Na de eurocrisis en tijdens de coronacrisis namen de schuldratio's van landen in de eurozone toe, terwijl ze na de coronacrisis juist daalden, als gevolg van hogere overheidsuitgaven en een daling in het bbp. Deze daling wordt verklaard door aantrekkende economische groei en hoge inflatie (Armendariz et al., 2024; CPB, 2025a). Ook in rentes op de overheidsschulden bestaan aanzienlijke verschillen (figuur 4.7, rechts). Dit reflecteert een variërende mate van risico tussen landen. Landen met hoge schulden en hoge rentes zijn, zoals analyse van (DNB, 2024b) laat zien, gevoeliger voor negatieve schokken. De rente op nieuwe overheidsschuld steeg tijdens de eurocrisis en de energieschaarste in 2022 bijvoorbeeld veel sterker in landen met reeds hoge schulden.

Figuur 4.7 Hoge overheidsschulden nemen in de toekomst toe, al vertalen de daarmee verbonden risico's zich nog niet in hogere spreads op de staatsobligaties



Figuurnoot: De figuur links toont de totale overheidsschulden ten opzichte van het (verwachte) nominale bbp. De figuur rechts geeft de rentes op nieuwe staatsobligaties, met een looptijd van tien jaar, weer ten opzichte van Duitsland in recente jaren.

Bron: Eurostat ([link](#))

Op langere termijn is de houdbaarheid van overheidsschulden in een aantal landen in het geding. De groeiverwachtingen op de korte termijn zijn gunstig voor enkele Zuid-Europese landen met hoge schulden (IMF, 2025b).³⁰ De gedaalde rentespreads reflecteren dit vooralsnog gunstige beeld (figuur 4.7, rechts).³¹ Op langere termijn hebben landen met hoge schulden echter juist lagere groeiverwachtingen.³² Dat wordt deels verklaard door lage productiviteitsgroei, maar ook door een vergrijzende bevolking en een teruglopend arbeidsaanbod (Darvas et al., 2024). Door lage groei en grote publieke investeringsambities loopt de schuld op, terwijl de terugbetaalcapaciteit juist daalt (Armendariz et al., 2024). Met name in Italië, Frankrijk, België en Spanje neemt de schuld op middellange termijn zonder nader beleid aanzienlijk toe (figuur 4.7, links).

Landen met hoge schulden kennen ook grotere herfinancieringsrisico's door hogere rentes op nieuwe overheidsschuld. Door de verslechtering in de terugbetaalcapaciteit zal de rente op nieuw uit te geven schuldbewijzen hoger kunnen liggen dan die op bestaande schuld. Daardoor stijgen de totale rentelasten en verslechtert het begrotingssaldo. Dat kan leiden tot negatieve spiraalwerking.³³ Voor landen met al een primair begrotingstekort is dat extra ongunstig, omdat die al een tekort hebben vóór de betaling van de rentelasten. Dat geldt voor de meeste weergegeven eurolanden in figuur 4.8 (links). Ook de huidige aflopende schuld kent een herfinancieringsrisico als die tegen hogere rentetarieven wordt geherfinancierd dan de geldende rente. Hierbij speelt een rol dat de ECB het opkopen van staatsobligaties (figuur 4.8, rechts) per eind 2023 heeft gestaakt (Armendariz et al., 2024; ECB, 2025). Daardoor kunnen rentes toenemen. Met name landen met een hoge schuld en een korte resterende looptijd van de schuld zijn op korte termijn gevoelig voor dit herfinancieringsrisico.³⁴

³⁰ Dat heeft zich recent ook vertaald in een lage werkloosheid, die in Zuid-Europa historisch laag is (FD, 2025b).

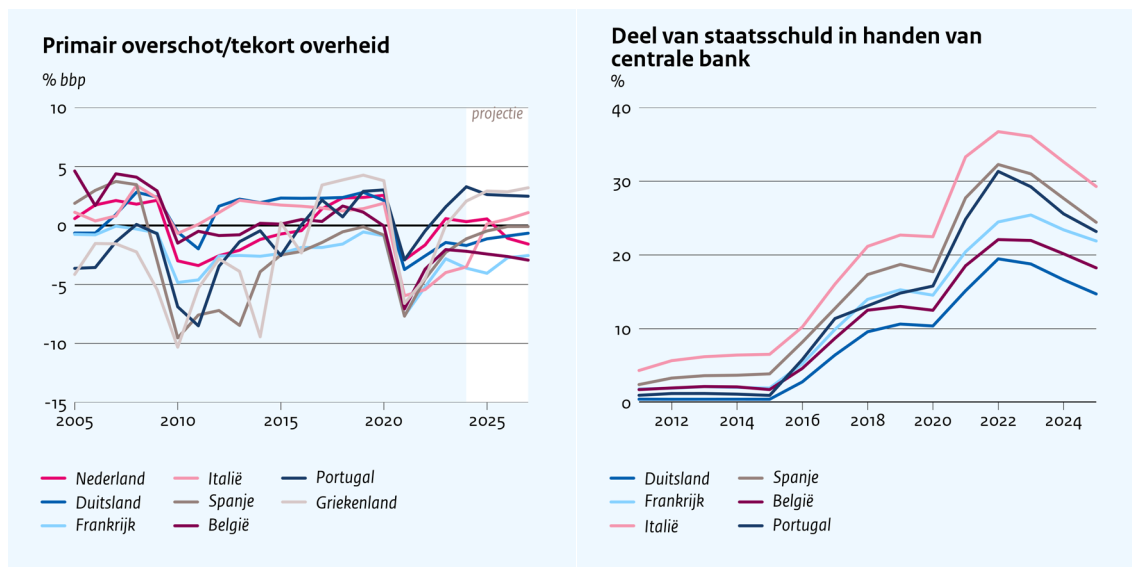
³¹ De lagere spreads worden mogelijk ook verklaard door de waarborgen die sinds de eurocrisis bestaan, zoals het *bail-out* fonds ESM. Merk op dat die voor enkele landen ook voor de eurocrisis laag waren, maar dat die bij verslechterende vooruitzichten rap opliepen.

³² Bron: CPB (2024) op basis van OECD Economic Outlook

³³ Daar komt nog bij dat het effect van de rentelasten bij hoge schuld niet-lineair is. Daardoor kan een relatief kleine stijging van de risicopremie grote gevolgen hebben voor de schuldquote en de houdbaarheid daarvan.

³⁴ In Spanje moet circa 39% van de schuld binnen twee jaar worden geherfinancierd (of circa 18% bbp). Voor Italië gaat het om respectievelijk 23% (of 22% bbp), voor Frankrijk om 19% (16% bbp). Bron: eigen berekeningen aan de hand van ECB-data.

Figuur 4.8 De primaire tekorten zijn voor enkele Europese landen al boven de begrotingsnormen (links) en de ECB heeft een aanzienlijk deel van uitstaande overheidsschulden op de balans staan (rechts)



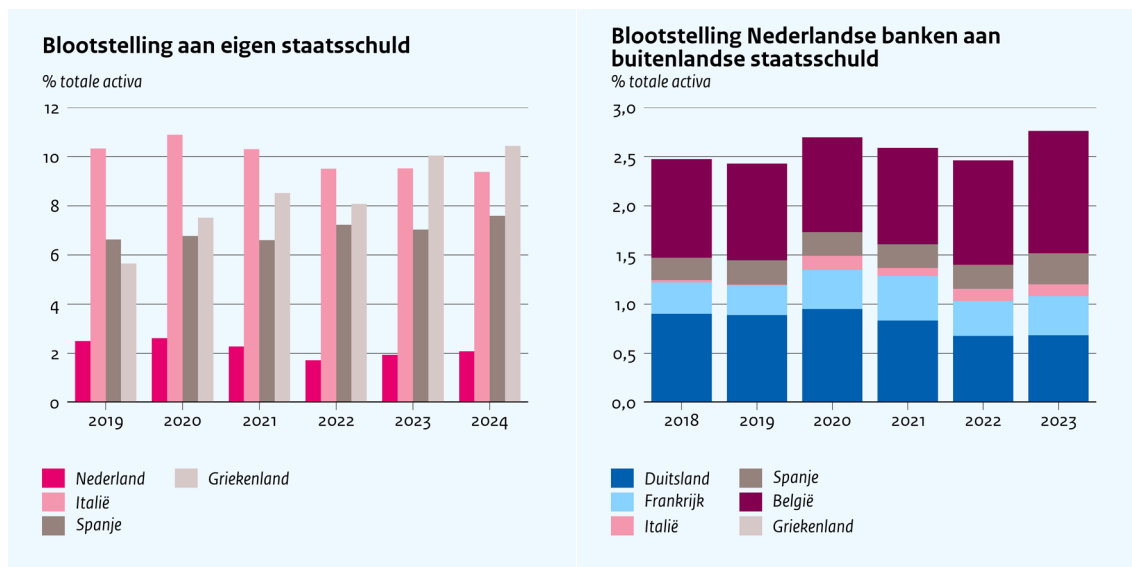
Figuurnoot: In de linkerfiguur is het primaire begrotingssaldo weergegeven (als percentage van het bbp) voor enkele landen in de eurozone. Het primaire begrotingssaldo geeft aan in hoeverre er al een overschot/tekort is, nog voor nettorentebetalingen. In de rechterfiguur is weergegeven welk aandeel van de totale schuld per land op de balans van het Eurosysteem staat (en dus is opgekocht) door het *Public Sector Purchasing Programme*. Dit aandeel is voor veel eurolanden aanzienlijk en vormt daarmee een herfinancieringsrisico. Per 2023 is hierin een daling te zien, door de afbouw van het opkoopprogramma. Door databeperkingen kunnen Nederland en Griekenland niet worden weergegeven

Bron: Europese Commissie ([link](#)) (links); ECB ([link](#)) (rechts)

Hoge schulden beperken de ruimte contracyclisch begrotingsbeleid te voeren en overheidsinvesteringen te doen. Overheden kunnen in laagconjunctuur contracyclisch fiscaal beleid voeren en daarmee de diepte van een recessie beperken. Die bestedingsruimte is kleiner voor overheden met beperkte begrotingsruimte. Hierdoor kunnen conjuncturele cycli uiteenlopen tussen landen met verschillende mogelijkheden om contracyclisch fiscaal beleid te voeren (De Haan & Grootjes, 2023). Ook kan de zogenoemde ‘overheidsmultiplier’ worden beperkt. Door gerichte overheidsinvesteringen kan namelijk de productiviteitsgroei onder bedrijven gestimuleerd worden, omdat het hogere bedrijfsinvesteringen uitlokt.

Hoge overheidsschulden kunnen een negatieve spiraal op gang brengen, doordat een deel van de overheidsschuld aangehouden wordt door lokale banken. In landen met hoge schulden is er sprake van een relatief grote verwevenheid van lokale banken en de eigen overheidsschuld (figuur 4.9, links). Voor Nederlandse banken is die verwevenheid aanzienlijk minder en bovendien zijn Nederlandse banken minder blootgesteld aan Zuid-Europese staatsschuld (figuur 4.9, rechts). Bij een sterke verwevenheid kunnen verslechterende overheidsfinanciën een wisselwerking hebben met banken. Enerzijds kunnen de financieringskosten van banken zelf toenemen wanneer staatsobligaties risicovoller worden geacht. Banken kunnen deze hogere kosten doorberekenen in de kredietverlening, wat negatieve gevolgen heeft voor de groeivoorzichten en daarmee weer op de overheidsfinanciën. Anderzijds kunnen in het slechtste geval de overheidsfinanciën verslechteren wanneer (systeem)banken moeten worden geherkapitaliseerd. Daardoor kunnen problemen bij de ene bank zich verspreiden naar andere banken met blootstelling aan de eigen overheid. Dat kan het vertrouwen in de Europese bancaire sector ondermijnen en daarmee ook de financiële stabiliteit in Nederland raken (Farhi & Tirole, 2018).

Figuur 4.9 Zuid-Europese banken hebben relatief veel blootstelling aan hun eigen overheid (links) en Nederlandse banken zijn maar beperkt blootgesteld aan Zuid-Europese staatsschuld (rechts)



Figuurnoot: Wegens databeperkingen toont de linkerfiguur uitsluitend Nederland, Italië, Spanje en Griekenland.

Bron: ECB ([link](#)), CPB-bewerking (links); Transparency Exercise van de European Banking Authority ([link](#)), CPB-bewerking (rechts)

4.5 Weerbaarheid door Europese instituties en structurele hervormingen

Sinds de eurocrisis zijn Europese instituties versterkt en dat komt de weerbaarheid van de eurozone ten goede. Op Europees niveau is in 2011 de macro-economische onevenwichtigheidsprocedure (MEOP) opgericht, een verzameling aan regelgeving die landen stimuleert om (grote) onevenwichtigheden te verminderen.³⁵ Verder is met de invoering van het Europese banktoezicht (SSM) in 2014 de intensiteit van het banktoezicht toegenomen (Raunig & Sigmund, 2024). Ook zijn vereiste en daadwerkelijke kapitaalbuffers van banken met de invoering van het Europese banktoezicht sterk gestegen, wat banken weerbaarder maakt tegen verliezen. Daarbij beschikt de ECB nu over een uitgebreidere gereedschapskist om uitvoering te geven aan het monetaire beleid dan voor de eurocrisis.³⁶ Daarmee kunnen herfinancieringsrisico's van overheden sneller worden teruggedrongen. Verder is in 2012 het Europees Stabiliteitsmechanisme (ESM) opgericht, wat gebruikt kan worden als *lender of last resort* als een overheid in het slechtste geval niet meer aan betalingsverplichtingen kan voldoen.³⁷ Ten slotte het is resolutieraamwerk voor banken aangescherpt. Door de *bail-in* clauses in het aangescherpte raamwerk zijn negatieve wisselwerkingen tussen banken en overheden en interbancaire wisselwerkingen verminderd.

Landen in de eurozone hebben een gedeeld belang bij begrotingsregels en structurele hervormingen vanwege nauwe onderlinge verwevenheden. Door de versterking van Europese instituties is de weerbaarheid van de eurozone tegen financiële risico's en crises weliswaar versterkt, maar dat is niet genoeg. Het is

³⁵ Een van de maatregelen in deze regelgeving is de mogelijkheid om *In-depth* reviews uit te voeren bij grote onevenwichtigheid, met landspecifieke beleidsmaatregelen daaraan verbonden. In 2024 voerde de Europese Commissie een *in-dept* review uit over Nederland, vanwege de hoge private (hypothek)schulden en het aanzienlijke overschot op de lopende rekening.

³⁶ Na de eurocrisis heeft de ECB bijvoorbeeld het programma *Outright Monetary Transactions* (OMT) en het *Transmission Protection Instrument* (TPI) in het leven geroepen. Deze instrumenten kunnen onder voorwaarden worden ingezet om acute herfinancieringsrisico's te beperken en daarmee kan besmetting via kapitaalmarkten van het ene naar het andere land worden beperkt.

³⁷ Hierbij dient te worden opgemerkt dat het ESM nooit in de praktijk is getest.

belangrijk dat landen ook op nationaal niveau maatregelen nemen zodat onevenwichtigheden verder verminderen.³⁸ Het is van belang dat landen de nieuwe begrotingsregels uit het Europese Stabiliteits- en Groeipact nakomen vanwege de financiële risico's die uitgaan van hoge overheidsschulden. Dit pact voorziet in schuldreductie, maar biedt tevens ruimte om noodzakelijke investeringen te doen. Daarnaast is het voor landen met relatief lage productiviteitsgroei zaak om hervormingen door te voeren die deze groei stimuleren en het arbeidsmarktpotentieel ten goede komen.³⁹ Voor Nederland raadt de Europese Commissie via een *in-depth review* aan om de hoge spaarquote te reduceren (EC, 2025b). Verder biedt het recente Draghi-rapport concrete handvatten voor beleid om onevenwichtigheden tussen landen te beperken (Draghi, 2024).

De implementatie van landspecifieke maatregelen die de Europese Commissie aanbeveelt moet verbeterd worden. De opvolging van landspecifieke aanbevelingen uit het MEOP is niet sterk. Dit is voornamelijk te verklaren door politieke factoren en gebrekkig toezicht op de naleving (Darvas, 2024). Met name de opvolging van hervormingen op de arbeidsmarkt schiet tekort (ECA, 2025). De naleving van deze aanbevelingen kan op Europees niveau worden versterkt door de implementatie ervan als voorwaarde te stellen voor het ontvangen van Europese fondsen, zoals middelen uit het NextGenerationEU fonds.⁴⁰ Ook is er op Europees niveau nog veel ruimte voor de versterking van kapitaalmarkten. Het volgende hoofdstuk gaat hier verder op in.

³⁸ Als richtlijn voor wat een problematische onevenwichtigheid is (en dito wanneer een onevenwichtigheid zich nog in de 'veilige zone' bevindt), wordt verwezen naar de zogenoemde 'Scoreboard indicators' die zijn opgesteld door de Europese Commissie en die horen bij de MEOP, zie (EC, 2025c).

³⁹ Het is problematisch als lage productiviteitsgroei gepaard gaat met een hoge reële loonontwikkeling.

⁴⁰ Denk hierbij aan aanbevelingen uit het MEOP en het naleven van begrotingsregels uit het Europese Stabiliteits- en Groeipact. Zie ook het CPB-*position paper* over het naleven van begrotingsregels (Hasekamp & Smid, 2021).

5 Europese ambities en financiering

In dit hoofdstuk analyseren we het financiële stelsel van de Europese Unie in de context van de ambities op het gebied van defensie, klimaat, innovatie en concurrentiekracht. In het Draghi-rapport en het Readiness 2030-initiatief wordt een grote investeringsbehoefte geschat voor de Europese Unie (Draghi, 2024; EDA, 2025). De Europese Raad erkent de uitdagingen uit het Draghi-rapport en zet met het ‘Competitiveness Compass’ en het witboek ‘Readiness 2030’ eerste stappen om de aanbevelingen in de praktijk te brengen. Deze initiatieven kunnen een bijdrage leveren aan belangrijke uitdagingen op het gebied van vrede en veiligheid, verduurzaming en productiviteitsgroei. Deze investeringsambities botsen echter met een nog altijd gefragmenteerde banken- en kapitaalmarkt en hoge schuld niveaus in veel Europese landen. We analyseren daarom zowel de beperkingen van het huidige financieringsstelsel als de risico’s van voorgestelde oplossingen, waaronder kapitaalmarkthervormingen, bankenconsolidatie en EU-bonds.⁴¹

5.1 Europese ambities

Zowel het Draghi-rapport als de veranderende geopolitieke omstandigheden hebben tot grote investeringsambities van de EU geleid. Op verzoek van de Europese Commissie heeft een commissie onder leiding van Mario Draghi in beeld gebracht wat nodig is om de Europese economie te verduurzamen en concurrerder te maken. Aanleiding was onder meer het groeiende gat in productieve investeringen ten opzichte van de VS (figuur 5.1). In de Boedapestverklaring (ER, 2024) sluiten de Europese leiders in grote lijnen aan bij de bevindingen uit het Draghi-rapport. Het rapport pleit voor grootschalige investeringen in klimaat, innovatie en defensie van zowel de private als de publieke sector (Draghi, 2024).⁴² Bovendien beoogt de EC met het Readiness 2030-initiatief de Europese defensiecapaciteit tot 2030 te versterken en voorziet zij in de komende vier jaar in 800 mld euro aan extra defensie-uitgaven (EDA, 2025).

⁴¹ ‘EU-bonds’ is de officiële term voor langlopende schulduitgifte door de Europese Unie. De vaker in het publieke debat gebruikte term ‘Eurobonds’ kan verwarrend zijn, omdat die in de financiële wereld ook verwijst naar obligaties in een andere valuta dan die van het uitgevende land.

⁴² Het Draghi-rapport becijfert deze investeringsbehoefte op 4,4% tot 4,7% EU-bbp over 5 jaar (Draghi, 2024).

Figuur 5.1 Er is een structurele investeringskloof tussen de VS en de EU na de eurocrisis



Figuurnoot: Met productieve investeringen worden hier investeringen in infrastructuur, kapitaalgoederen en innovatie bedoeld. Bron: OECD ([link](#), [link](#)), CPB-bewerking

Structurele fricties in de Europese kapitaal- en bankenmarkt belemmeren de private financiering van investeringen en brengen risico's met zich mee voor de financiële stabiliteit. Europese bedrijven zijn sterk afhankelijk van bankfinanciering, terwijl kapitaalmarkten in Europa onder andere door verschillen in regelgeving relatief onderontwikkeld en versnipperd blijven. Daardoor is de toegang tot risicodragend kapitaal beperkt, met name voor innovatieve en jonge ondernemingen. De sterke bankafhankelijkheid vergroot bovendien de kwetsbaarheid van het financiële stelsel bij schokken in de bankensector. Deze fricties en risico's leggen we in paragraaf 5.2 verder uit. Maar ook bij een beter geïntegreerde kapitaal- en bankenmarkt zouden niet alle investeringen door de markt worden opgepakt. Bij publieke goederen en externe effecten blijven private investeringen vaak achter, omdat de baten moeilijk toe te rekenen zijn aan de investeerder. Dit geldt bijvoorbeeld voor defensie, grensoverschrijdende energie-infrastructuur of fundamenteel onderzoek: de baten zijn breed verspreid, terwijl de kosten lokaal worden gemaakt.

Niet elk beleidsdoel vereist extra publieke uitgaven, want vaak biedt een combinatie van normeren, beprijzen en uitgaven uitkomst. De EU kan lidstaten via richtlijnen en verordeningen aan beleidsdoelen binden. Lidstaten behouden dan wel beleidsvrijheid in hoe zij deze doelen invullen. Vaak is een mix van maatregelen wenselijk. Zo laat onderzoek zien dat voor klimaat een combinatie van subsidies en CO₂-heffingen optimaal is om duurzame groei te realiseren (Acemoglu et al., 2012). Daarbij is coördinatie op Europees niveau vooral relevant wanneer de baten grensoverschrijdend zijn, zoals bij fundamenteel onderzoek of defensie. Voor domeinen waar extra uitgaven nodig zijn geldt wel dat de EU extra uitgaven niet mag afdwingen, en vrijwillige afspraken over uitgavenniveaus blijken in de praktijk vaak ineffectief. Zo is de EU-doelstelling om 3% bbp aan R&D te besteden, ondanks herhaalde politieke steun, nog niet gehaald (gemiddeld 2,3% in 2023).⁴³ Dit doel is verschoven naar 2030. Ook de NAVO-norm voor defensie-uitgaven wordt door veel lidstaten niet nageleefd.

Europese ambities financieren met publieke uitgaven wordt bemoeilijkt door financieringsproblemen bij lidstaten met hoge schulden. Zoals in paragraaf 4.4 beschreven bestaan er grote verschillen in schuld niveaus, primaire tekorten en rentepercentages tussen lidstaten. Daardoor zijn grote aanvullende investeringen voor sommige landen relatief kostbaar. Extra uitgaven leiden daar tot hogere

⁴³ Bron: Eurostat ([link](#))

financieringslasten of liggen politiek gevoelig vanwege de noodzaak tot belastingverhogingen of bezuinigingen. Juist bij Europese publieke goederen en investeringen met grote externe effecten overstijgen de maatschappelijke baten vaak de private opbrengsten, waardoor marktpartijen en individuele lidstaten onvoldoende prikkels hebben om te investeren (Musgrave, 1959; Samuelson, 1954; Stiglitz & Rosengard, 2015; Van Solinge et al., 2024). In deze gevallen is overheidsingrijpen en coördinatie nodig om gewenste investeringen van de grond te krijgen. In paragraaf 5.3 lichten we de uitruilen toe die er voor de verschillende financieringsopties van Europese publieke goederen bestaan.

5.2 Private financiering

Bankensector

Bedrijven en huishoudens in de EU zijn sterk afhankelijk van bankfinanciering. De bankensector in de EU is ruim twee keer zo groot als die in de VS,⁴⁴ met bankactiva die in 2023 214% bbp bedroegen, tegenover 87% in de VS.⁴⁵ Andere financieringsbronnen blijven ook achter in Europa vergeleken met de VS. Het uitstaande volume aan bedrijfsobligaties bedroeg in de VS 505% bbp, terwijl dit in de EU slechts 269% was.⁴⁶

Tegelijkertijd hebben EU-banken te maken met hogere kosten en een lagere winstgevendheid dan hun Amerikaanse concurrenten. Systeemrelevante banken uit de VS genieten meer schaalvoordelen dan EU-banken, hoewel de EU-bankensector veel groter is dan die in de VS. EU-banken opereren namelijk grotendeels nationaal, waardoor de totale EU-markt voor banken erg gesegmenteerd blijft. Amerikaanse banken opereren daarentegen sinds de *Riegle-Neal Act* van 1994 over staatsgrenzen heen, waardoor zij toegang hebben tot een geïntegreerde nationale markt (Medley, 1994). De Europese markt heeft daarom veel aanbieders die een klein marktaandeel vertegenwoordigen, waardoor schaalvoordelen beperkt blijven (Andreeva et al., 2019; ECB, 2023c; Kok et al., 2015). Een aanvullende verklaring voor het verschil in winstgevendheid is het verdienmodel van banken. Europese banken zijn in grotere mate afhankelijk van rente-inkomsten uit kredietverlening, terwijl Amerikaanse banken relatief meer inkomsten halen uit *investment banking* en kapitaalmarktdiensten (Andreeva et al., 2019; ECB, 2023c).

Dreiging van deregulering in de VS zet druk op de concurrentiepositie van Europese banken.⁴⁷ In reactie op uitstel van een deel van de Basel III-regels in de VS heeft ook de EU besloten deze regels later in te voeren. Hoewel er door ‘*ringfencing*’ – het verplicht aanhouden van kapitaal en liquiditeit binnen landsgrenzen – weinig grensoverschrijdende kredietverlening bestaat, concurreren EU-banken wel met de VS-banken op andere activiteiten, zoals *investment banking*.⁴⁸ Door verschillen in regulering en de afwezigheid van een geïntegreerde Europese kapitaalmarkt is het aandeel van Amerikaanse banken ten opzichte van het aandeel van Europese banken in de mondiale *investment banking* markt toegenomen (Independent Commission on Banking, 2011; Liikanen et al., 2012). Binnen een vaste groep geselecteerde banken weerspiegelt zich deze ontwikkeling in een verschuiving van het relatieve marktaandeel: het aandeel van Amerikaanse banken in deze groep steeg sinds

⁴⁴ Amerikaanse banken houden structureel minder activa aan op hun balans omdat zij leningen securitiseren: zij verstrekken de leningen, bundelen het risico en verkopen deze door aan de kapitaalmarkt. In Europa is dit proces aanzienlijk minder ontwikkeld.

⁴⁵ Bron: IMF Financial Soundness Indicators ([link](#))

⁴⁶ Bron: World Bank, Global Financial Development Indicators ([link](#))

⁴⁷ De ECB heeft bijvoorbeeld op 29 april 2025 een taskforce opgericht om te onderzoeken of de regelgeving voor kleinere banken versoepeld kan worden. De taskforce richt zich op het herzien van de criteria die bepalen of een bank onder direct Europees toezicht valt. Door bepaalde banken opnieuw onder nationaal toezicht te plaatsen, hoopt de ECB deze instellingen concurrerender te maken (Bloomberg, 2025).

⁴⁸ *Ringfencing* wordt in verschillende contexten gebruikt. Enerzijds verwijst het naar de structurele scheiding van risicovolle en essentiële bankactiviteiten. Anderzijds duidt het op maatregelen van nationale toezichhouders die grensoverschrijdende banken verplichten kapitaal en liquiditeit lokaal aan te houden. Dit moet voorkomen dat middelen uit een nationale entiteit worden gebruikt om problemen elders in de groep op te vangen, wat de binnenlandse financiële stabiliteit zou kunnen ondermijnen. In deze paragraaf refereren we aan het vasthouden van kapitaal binnen de landsgrenzen.

2013 van 55% naar 70%, terwijl dat van Europese banken daalde van 45% naar 30% (Barnes et al., 2025). Het Europese bankwezen is mede daardoor al minder winstgevend dan dat van de VS. Als de VS blijft dereguleren, kan dit de positie van het Europese bankwezen verdrukken en de EU onder druk zetten om ook verder te dereguleren. Dat zou de financiële stabiliteit kunnen bedreigen (zie ook het tekstkader '(De)regulering door de jaren heen'). Versoepeling van kapitaaleisen of risicowegingen kan het kredietaanbod verhogen en financiering goedkoper maken, maar maakt het bankensysteem ook kwetsbaarder bij tegenslagen (Martynova, 2015; Soederhuizen et al., 2023). Dit vergroot het risico op een nieuwe bankencrisis en zou de vooruitgang die sinds de financiële crisis van 2008 is geboekt, deels kunnen omkeren.⁴⁹

De hernieuwde aandacht voor bankenconsolidatie in de EU kan het Europese bankwezen winstgevend maken, maar ook de risico's vergroten. Na de financiële crisis viel het aantal bankovernames in de Europese Unie lange tijd stil (Fernández Bollo et al., 2021). Consolidaties kunnen echter bijdragen aan een sterkere concurrentiepositie van banken en een verbeterde kredietverlening aan bedrijven, wat investeringen ten goede kan komen (Kowalik et al., 2015). Tegelijkertijd brengt het ook risico's met zich mee, zoals het ontstaan of de vergroting van 'too big to fail' (TBTF) instellingen. Dat zijn banken die zó groot zijn dat hun faillissement het financiële stelsel zou kunnen ontwrichten. Daarnaast laat onderzoek zien dat er een risico bestaat dat TBTF-banken niet per se efficiënter zijn dan kleinere instellingen, maar wel profiteren van een impliciete overheidsgarantie, waardoor zij goedkoper financiering kunnen aantrekken (Davies & Tracey, 2014). Dit verstoort de marktdiscipline en versterkt hun marktmacht, wat kan leiden tot hogere prijzen voor bedrijven en huishoudens en een verhoogd uitvalrisico (Martinez-Miera & Repullo, 2010). Strikt toezicht voor Europese systeemrelevante banken kan dit risico verminderen. Grensoverschrijdende consolidaties brengen minder risico op marktdominantie met zich mee. Dat komt doordat het aantal aanbieders op de nationale markt gelijk blijft, terwijl schaalvoordelen toch gerealiseerd kunnen worden (ECB, 2019). Wel is het cruciaal dat *ringfencing* wordt afgebouwd. Zolang nationale regels en toezicht fragmentatie in stand houden, blijven banken feitelijk nationaal opereren, ook als ze eigendom zijn van een grensoverschrijdende bankgroep. In dat geval wordt het systeemrisico vergroot zonder dat er noodzakelijk sprake is van efficiëntiewinst voor het Europese bankwezen.

De verwevenheid tussen banken en nationale overheden blijft een hardnekkige kwetsbaarheid voor de EU. Europese banken houden nog steeds aanzienlijke hoeveelheden staatsobligaties van hun eigen overheden aan. Dat stelt hen bloot aan risico's bij verslechtering van de overheidsfinanciën (zie paragraaf 4.4). Er zijn diverse beleidsopties voorgesteld om deze verwevenheid te verminderen. Voorbeelden hiervan zijn het invoeren van risicogewichten voor staatsobligaties, het stellen van limieten aan overheidsschuld op bankbalansen, of het beperken van de voorkeursbehandeling voor staatsobligaties tot Europese instrumenten als EU-bonds (CPB, 2018; Smid et al., 2020). De implementatie van dergelijke maatregelen is complex en politiek gevoelig, mede doordat veel overheden en banken belang hebben bij de huidige regelgeving. Hierdoor is tot op heden slechts beperkt vooruitgang geboekt, waardoor risico's voor de financiële stabiliteit blijven bestaan.

Kapitaalmarkt

Europese huishoudens sparen veel, maar investeren slechts zeer beperkt op kapitaalmarkten. Europese huishoudens sparen grofweg drie keer zoveel van hun inkomen als Amerikaanse, maar houden dit vooral aan op spaarrekeningen of in deposito's (Arnal & Feás, 2024). Daarnaast wordt een groot gedeelte van de spaartegoeden die wel worden belegd, geïnvesteerd op kapitaalmarkten buiten Europa. Er stroomt jaarlijks bijvoorbeeld zo'n 300 mld euro van Europese spaartegoeden naar Amerikaanse kapitaalmarkten. De uitstroom wordt grotendeels verklaard door de veel grotere marktomvang van de Amerikaanse kapitaalmarkten in combinatie met de wens van beleggers om hun portefeuille te spreiden (DNB, 2025a). Naast het spaargedrag

⁴⁹ Voor een bredere analyse over de voordelen en risico's van het versimpelen van Europese regels voor banken, zie ook: DNB (2025).

van Europese huishoudens, spelen pensioenstelsels ook een grote rol in het vrijmaken van kapitaal. Anders dan in Nederland, worden in veel Europese landen pensioenen nog grotendeels gefinancierd door omslagstelsels, terwijl in de VS kapitaaldekking gebruikelijk is. Kapitaaldekking leidt tot grotere beleggingsstromen richting de markt en vergroot zo het beschikbare risicodragende kapitaal (Sánchez Serrano & Peltonen, 2020).⁵⁰

Ondiepe kapitaalmarkten beperken het aanbod van risicodragend kapitaal, wat vooral nadelig is voor jonge en innovatieve bedrijven. Het aanbod van kapitaal in de EU is kleiner en minder divers, waardoor er sprake is van relatief ‘ondiepe’ kapitaalmarkten. Daardoor zijn markten voor durfkapitaal of ‘*private equity*’ niet zo groot. De omvang van deze markten wordt geschat op respectievelijk 1,3 en 6,6 % bbp in de EU, tegenover 4,9 en 12% bbp in de VS (Giordano et al., 2024). Bovendien ontbreken in Europa goed functionerende markten voor schulduitgifte door kleine bedrijven (*start- en scale-ups*) (Fatouh et al., 2021). Hierdoor is hun toegang tot de kapitaalmarkt beperkt. Tegelijkertijd lopen zij ook bij banken tegen barrières aan: banken zijn minder goed in staat om hoogtechnologische en innovatieve sectoren te bedienen, omdat ze onvoldoende tastbaar onderpand hebben (Beck et al., 2023). Hierdoor hebben kleine, vaak snelgroeiende en innovatieve bedrijven meer moeite om financiering aan te trekken, wat een belemmering vormt voor hun investeringsambities. Dat geldt in het bijzonder voor scale-ups: zij trokken de afgelopen tien jaar 50% minder kapitaal aan dan hun tegenhangers in de VS. Dit heeft er mede toe geleid dat tussen 2008 en 2021 40 van de 147 ‘*unicorns*’ – start-ups die een waardering van meer dan 1 mld dollar bereiken – uit de EU is vertrokken (Draghi, 2024).⁵¹ Dit benadrukt het belang van diepere kapitaalmarkten, die complementair aan het bankstelsel bijdragen aan een gediversifieerde financieringsmix.

Financiële stelsels waarin bankfinanciering dominant is, zijn in tijden van crisis minder veerkrachtig en brengen grotere systeemrisico’s met zich mee. Banken versterken economische schokken door te veel krediet te verlenen bij economische voorspoed, en beperkt krediet te verlenen bij economische tegenspoed (Langfield & Pagano, 2016). Deze procyclische dynamiek creëert een feedbackwerking, waardoor economische schokken een groter systeemrisico kennen in systemen met een hoge mate van bankafhankelijkheid (Bekaert et al., 2011; Jordà et al., 2010).⁵² In marktgeoriënteerde systemen is dit mechanisme aantoonbaar minder sterk: verliezen worden daar breder gespreid en marktfinanciering kan bovendien dienen als alternatief wanneer banken zich terugtrekken (Crouzet, 2018; Gambacorta et al., 2014). Om die reden zijn systemen waarin naast bankfinanciering ook een goed ontwikkelde markt voor kapitaalmarktfinanciering aanwezig is stabielere dan systemen die uitsluitend berusten op bankfinanciering.

⁵⁰ Dit onderzoek concentreert zich op de effecten van kapitaaldekkingssystemen op kapitaalmarkten. Voor een uitgebreid overzicht over de voordelen en risico’s van kapitaaldekkingssystemen, zie onder andere : (Bovenberg & Van der Linden, 1997; Kakes & Broeders, 2006; OECD, 2024).

⁵¹ Draghi (2024) suggereert als mogelijke oplossing een belangrijke rol voor de Europese Investeringsbank (EIB) en nationale investeringsbanken. Deze instellingen zouden dankzij hun grotere risicobereidheid beter in staat zijn jonge, innovatieve bedrijven te financieren en kunnen via publiek-private samenwerking fungeren als hefboom voor het mobiliseren van durfkapitaal.

⁵² Banken opereren met een sterke *leverage* en zijn daardoor erg gevoelig voor schommelingen in activawaarden. Bij negatieve schokken daalt de waarde van bankactiva, waardoor banken, om aan kapitaaleisen te voldoen, hun balans moeten versterken door nieuw kapitaal op te halen of hun risicoprofiel te verlagen (Bidder et al., 2021). In de praktijk leidt dit vaak tot een terugtrekking uit risicovollere leningen, zoals bedrijfsfinanciering, en tot de verkoop van activa. Wanneer dit bij meerdere banken tegelijk gebeurt, ontstaan grootschalige paniekverkoop (*fire sales*) die de marktprijzen verder onder druk zetten. Daardoor ontstaan opnieuw verliezen op activa en treedt een feedbackmechanisme in werking (Acharya & Thakor, 2016).

(De)regulering door de jaren heen

De huidige roep om financiële deregulering in politieke en bestuurlijke kringen is geen nieuw fenomeen. Het debat over financiële regulering en deregulering is een klassiek vraagstuk waarin het vinden van de juiste balans centraal staat. Te weinig regulering kan de financiële stabiliteit in gevaar brengen, wat de kans op economische crises vergroot. Daarentegen kan overmatige regulering resulteren in hogere financieringskosten, een beperking van de kredietverlening en een verschuiving van financiële activiteiten naar minder gereguleerde sectoren.

Tijdens de Industriële Revolutie nam de vraag naar kapitaal sterk toe, wat de opkomst van grote banken in Europa en de VS stimuleerde. Bankregulering bestond echter nauwelijks. De Paniek van 1873 wordt vaak beschouwd als de eerste grote wereldwijde financiële crisis van de moderne economie (Wicker, 2000). De beurs in Wenen stortte toen in door speculatieve oververhitting in de spoorwegsector. De hieropvolgende paniek verspreidde zich snel naar andere Europese landen en de VS. Door het gekelderde vertrouwen in het financiële systeem daalden in Europa en de VS de kredietverstrekking en investeringen en steeg de werkloosheid (Aliber et al., 2015). Het effect op Nederland was minder groot. Tot het einde van de negentiende eeuw liep veel financiering nog via de geldmarkt en speelden banken slechts een beperkte rol ('t Hart et al., 1997).

Pas na de Grote Depressie in de jaren dertig werden in Europa en de VS strengere regels en toezichtmechanismen ingevoerd. De beurscrash van 1929 in New York, waarbij overoptimisme op de beurzen omsloeg in massale paniekverkoop, resulteerde in een golf van bankfaillissementen die snel naar Europa oversloeg. Dit markeerde het begin van de Grote Depressie. In de VS volgde een reeks van maatregelen om financiële markten te reguleren. De *Glass-Steagall Act* scheidde commerciële en investeringsactiviteiten van banken om spaarders te beschermen tegen de risico's van speculatieve investeringen. Daarnaast kwam er een depositogarantiestelsel en werd de beurswaakhond *Securities and Exchange Commission* (SEC) opgericht (White, 1986). In Europa werd regulering ingericht op nationaal niveau, waarbij centrale banken vaak als toezichthouder fungeerden. In Nederland kreeg De Nederlandsche Bank in 1952 formeel die rol ('t Hart et al., 1997).

Vanaf de jaren tachtig werd financiële regelgeving versoepeld. Onder invloed van neoliberaal beleid in de VS en het VK werden ook in Nederland kapitaalcontroles opgeheven, rente- en kredietregulering afgebouwd en kregen banken meer vrijheid om nieuwe financiële producten te ontwikkelen (Van Riel, 2015). Dit leidde tot een sterke groei van de financiële markten en een toename van internationale kapitaalstromen (Obstfeld & Taylor, 2004). De liberalisatie bracht echter ook risico's met zich mee. Eind jaren tachtig leidde de *Savings & Loans-crisis* in de VS tot het faillissement van honderden spaarbanken, mede door risicovolle kredietverstrekking en gebrekkig toezicht. Als reactie hierop en op eerdere bankfaillissementen in de jaren zeventig en tachtig werd in 1988 Basel I ingevoerd, een internationaal akkoord dat banken verplichtte om voldoende kapitaalbuffers aan te houden ter bescherming tegen financiële schokken. Basel II (2004) verfijnde deze regels door meer aandacht te besteden aan risicobeheer en transparantie, als antwoord op de groeiende complexiteit van de financiële markten en de opkomst van innovatieve, maar risicovolle financiële producten.

(vervolg op volgende pagina)

De financiële crisis van 2008 luidde een nieuw tijdperk van hernieuwde financiële regulering in. De crisis zette opnieuw de schijnwerper op het belang van financiële stabiliteit en maakte duidelijk dat Basel I en Basel II tekortschoten in het beschermen tegen systeemrisico's. Met Basel III (2010) kwam de focus op het voorkomen van systeemrisico's te liggen, met strengere eisen voor transparantie, liquiditeit en derivatenhandel. In de VS werd de *Dodd-Frank Act* ingevoerd die onder meer strengere kapitaalvereisten oplegde, een toezichthouder voor systeembanken instelde en de regulering van derivatenmarkten verscherpte (IMF, 2013). Ook in de EU werd in de nasleep van de kredietcrisis en de eurocrisis die kort daarop volgde het toezicht aangescherpt en werden diverse nieuwe regelgevende instanties en toezichthouders opgericht.

De discussie over financiële deregulering is opnieuw opgelaaid. Tijdens zijn eerste termijn versoepelde president Trump al delen van de Dodd-Frank Act. Als gevolg hiervan waren middelgrote banken niet langer onderworpen aan een jaarlijkse stresstest. Deze vorm van toetsing had mogelijk bijgedragen aan een beter begrip van de kwetsbaarheden bij Silicon Valley Bank en andere regionale Amerikaanse banken die in 2023 failliet zijn gegaan (Vo & Le, 2023). Ook in zijn tweede termijn zet Trump in op verdere deregulering. Zo wordt er gesproken over het uitstellen van het laatste maatregelenpakket onder Basel III en het afschalen van toezichthoudende instanties. Als gevolg hiervan wordt soms gepleit voor versoepeling van financiële regulering in Europa. Zo wordt in navolging van de VS mogelijk de implementatie van het laatste stukje Basel III, de *Fundamental Review of the Trading Book*, ook in Europa nog verder uitgesteld. Dit vergroot het risico op financiële instabiliteit, vooral in een tijd die al gekenmerkt wordt door veel onzekerheid.

De financiële sector blijft zich ontwikkelen, waarbij fintech en cryptovaluta nieuwe mogelijkheden creëren voor activiteiten buiten het traditionele toezicht. Innovaties als gedecentraliseerde financiering en digitale betaalplatforms zorgen voor snellere transacties en bredere toegang tot financiële diensten. Toezichthouders staan voor de uitdaging om deze technologieën goed te integreren in het financiële systeem, zodat zowel financiële stabiliteit als innovatie gewaarborgd blijven.

Gefragmenteerde kapitaalmarkten kunnen leiden tot grote verschillen in kapitaalkosten en kapitaalmisallocatie. Europese kapitaalmarkten blijven vanwege verschillen in de financiële architectuur van Europese lidstaten sterk gefocust op lokale markten. De belangrijkste barrières vormen voornamelijk de faillissementswetgeving, het uitblijven van een Europees depositogarantiestelsel, belastingen en de beperkte slagkracht van de Europese toezichthouder (Draghi, 2024; Letta, 2024). De integratie van toezicht is tot op heden voornamelijk geconcentreerd op banken, op de markten blijven nationale toezichthouders dominant (Veron, 2024). De verschillen in kapitaalmarkten binnen de EU zorgen er ook voor dat kapitaalkosten voor vergelijkbare bedrijven in Europa sterk verschillen. De kapitaalkosten voor een klein Grieks bedrijf waren in 2015 tot 325 basispunten hoger dan voor een vergelijkbaar Frans bedrijf (Bhatia et al., 2019). Dit kan leiden tot een inefficiënte toewijzing van kapitaal. Onderzoek laat zien dat de spreiding in het rendement op kapitaal binnen de EU aanzienlijk groter is dan in de VS. Dit wijst op kapitaalmisallocatie en kan een oorzaak zijn van lagere productiviteit (Gorodnichenko et al., 2018).⁵³

⁵³ Het IMF (2024) schat dat de kosten van de Europese fragmentatie in 2020 neerkwamen op een ad-valorem heffing van 44% voor de gemiddelde productiesector, terwijl deze kosten tussen staten in de VS in dezelfde periode slechts 15% bedroegen. Deze kosten

Voor het voltooien van de kapitaalmarktunie ontbreekt ook een volwaardige Europese *safe asset*. Safe assets zijn essentieel voor financiële stabiliteit: ze bieden een laagrisicobelegging, dienen als onderpand en vormen een benchmark voor de rentevorming. De recente twijfels over de stabiliteit van de dollar als wereldreservemunt maken de geopolitieke relevantie van een Europese safe asset groter. Een Europese safe asset kan bijdragen aan de internationale rol van de euro en de strategische autonomie van de EU (Alogoskoufis et al., 2020; ECB, 2023b). In hoeverre deze theoretische voordelen ook in de praktijk kunnen worden gerealiseerd is onzeker en hangt ook af van andere marktdeelnemers. Kandidaten voor een Europese safe asset stuiten op bezwaren. Zo roepen EU-bonds zorgen op over schuldendeling en moreel gevaar, terwijl het bundelen van nationale staatsobligaties in European Safe Bonds (ESBies) geen gedeelde aansprakelijkheid kent, maar toch strandt op politieke en technische hobbels (Brunnermeier & Huang, 2018; CPB, 2022).⁵⁴

Diepere en beter geïntegreerde kapitaalmarkten bieden kansen voor betere financiering in Europa, maar brengen ook risico's met zich mee, waardoor een sterke bankensector complementair blijft. In positieve zin kunnen kapitaalmarkten bijdragen aan grensoverschrijdende risicodeling, waardoor macro-economische schokken zich minder lokaal concentreren (Bhatia et al., 2019) en kapitaal efficiënter alloceren naar innovatieve sectoren. Tegelijkertijd zijn kapitaalmarkten volatieler en gevoeliger voor vertrouwensschokken, mede door de afwezigheid van vangnetten zoals depositogarantiestelsels, die bij banken bescherming bieden aan spaarders. De VS, waar kapitaalmarkten een belangrijke rol spelen in de financiering van de economie, is de bron geweest van verschillende ingrijpende financiële crises. Het systeem in de VS biedt daarentegen wel meer flexibiliteit en veerkracht om dergelijke crises op te vangen (Bats & Houben, 2020). Banken vervullen een complementaire rol door kredietverlening te baseren op langdurige klantrelaties en private informatie en beschikken over een gereguleerde en stabiele financieringsbasis. De verdere ontwikkeling van kapitaalmarkten biedt kansen voor het versterken van het financieringsklimaat in Europa, maar vraagt ook om het behoud van een sterke bankensector en actief macroprudentieel beleid (Bhatia et al., 2019).

5.3 Publieke financiering

Publieke financiering speelt een belangrijke rol in het realiseren van Europese ambities, maar de verschillende vormen van financiering komen met eigen risico's. Tussen Europese landen bestaan grote verschillen in schuld niveaus, primair saldo en kapitaalkosten (zie hoofdstuk 4.4). Sommige lidstaten kunnen hun uitgaven relatief eenvoudig verhogen; andere kampen met hoge tekorten en dure financiering. De kernvraag is dan ook hoe deze uitgaven worden gefinancierd en op welk niveau. In grote lijnen zijn er twee routes: via begrotingsmaatregelen of via nieuwe schuldfinanciering. De keuze voor begrotingsmaatregelen of schuldfinanciering kent uiteenlopende risico's, van financiële spanningen tot moreel gevaar, onderinvesteringen en onduidelijkheid over investeringscriteria.

Begrotingsmaatregelen

Voor structurele uitgaven zijn begrotingsmaatregelen doorgaans het meest passend. Wanneer uitgaven structureel toenemen, past daarbij een dekking via hogere inkomsten of bezuinigingen op andere uitgavenposten. Anders bestaat er het risico dat de overheidsschulden blijven oplopen en op termijn onhoudbaar worden. Bij het hanteren van begrotingsnormen worden investeringen soms uitgezonderd, in

bestaan niet alleen uit fricties op kapitaalmarkten, maar worden ook veroorzaakt door beschermde sectoren, gebrekkige grensinfrastructuur en uiteenlopende regelgeving voor grensoverschrijdende operaties, zoals het 28e regime (IMF, 2024).

⁵⁴ Er bestond onzekerheid over de vraag naar de risicovolle junior tranche, terwijl ook zorgen waren over mogelijke stijgende leenkosten voor landen met een lagere kredietwaardigheid en over de robuustheid van ESBies in een systeemcrisis (CPB, 2018)

lijn met de zogenoemde ‘gouden regel’.⁵⁵ Het opnemen van schulden voor investeringen wordt als minder problematisch gezien als de investeringen op langere termijn economische baten opleveren en zichzelf dus kunnen terugverdienen. Zo worden de kosten deels bij de generaties neergelegd die er ook baten bij hebben. Deze redenering klopt echter alleen als het daadwerkelijk gaat om investeringen met toekomstig (financieel) rendement, en niet om uitgaven met een overwegend consumptief karakter. Ook houdt de regel geen rekening met vergrijzing. Daardoor kan de capaciteit om de schuld later terug te betalen dalen en kan de regel, afhankelijk van de toepassing, procyclisch uitpakken (Rey et al., 2023; SEO, 2020).

Ook voor hogere defensie-uitgaven is een structurele dekking passend. Slechts een deel van de defensie-uitgaven, zoals wapensystemen die op lange termijn de defensie-capaciteit versterken, wordt in de nationale rekeningen als investering aangemerkt.⁵⁶ Het grootste deel van de defensie-uitgaven valt onder lopende consumptieve uitgaven.⁵⁷ Zelfs binnen het investeringsdeel geldt dat de baten niet altijd financieel zijn: zij leveren vooral veiligheid en stabiliteit, minder directe financiële opbrengsten.⁵⁸ Daardoor zijn defensie-investeringen moeilijk financieel terug te verdienen. Zonder structurele dekking leiden hogere defensie-uitgaven dus op termijn tot een hogere overheidsschuld, wat tot problemen kan leiden. Tegelijk kunnen zulke uitgaven in crisissituaties wel degelijk maatschappelijk rendabel zijn zeker als ze grotere schade of instabiliteit helpen voorkomen. In oorlogstijd is een oplopende schuld dan ook niet ongebruikelijk. In de VK bedroegen de defensie-uitgaven tijdens de Eerste Wereldoorlog bijvoorbeeld 52% bbp en groeide de overheidsschuld tijdens de Tweede Wereldoorlog van 135% tot 249% bbp (Lanskey & O’Loughnan, 2023).

Onderinvestering is een reëel risico als publieke goederen niet worden gefinancierd op het niveau waar ook de baten neerslaan. Een publiek goed wordt in de economische literatuur gedefinieerd door twee kenmerken: niet-uitsluitbaarheid en niet-rivaliteit. Bij niet-uitsluitbaarheid gaat erom dat het gebruik van het publieke goed niet kan worden geweigerd; bij niet-rivaliteit gaat er om dat gebruik door de een dat geen afbreuk doet aan het gebruik door de ander. Bij Europese publieke goederen zijn de baten grensoverschrijdend en voorbeelden ervan zijn defensie, grensbescherming en grensoverschrijdende infrastructuur (Claeys & Steinbach, 2024). Hierbij is er kans op *freerider*-gedrag, waarbij lidstaten profiteren van collectieve voorzieningen zonder er evenredig aan bij te dragen. Dit geldt met name voor landen met beperkte begrotingsruimte, omdat extra uitgaven daar relatief kostbaar zijn. Hierdoor bestaat het risico dat er te weinig in het publieke goed wordt geïnvesteerd. Tegelijkertijd hebben sommige landen, zoals Oost-Europese lidstaten bij defensie, een grotere urgentie om publieke goederen beschikbaar te stellen en daardoor een sterkere prikkel om zelf te investeren.⁵⁹ De economische literatuur adviseert om degelijke externe effecten aan te pakken op het niveau waar de baten neerslaan om zo onderinvestering te voorkomen (Musgrave, 1959; Samuelson, 1954; Stiglitz & Rosengard, 2015). Bij Europese publieke goederen is dit op Europees niveau.⁶⁰

Op korte termijn is het echter lastig belastingen sterk te verhogen of uitgaven fors om te buigen, zowel op nationaal als EU-niveau. Grootschalige belastingverhogingen of bezuinigingen voor de financiering van investeringen zijn op korte termijn politiek en praktisch moeilijk.⁶¹ Binnen de EU-begroting geldt bovendien dat het verhogen van inkomsten of herschikkingen tussen posten op grotere schaal unanimiteit vereist tussen

⁵⁵ De voor- en nadelen van deze vuistregel als begrotingsanker worden onder andere verder toegelicht in (EFB, 2020; Rey et al., 2023; SEO, 2020). In Rey et al. (2023) worden ook alternatieve begrotingsankers besproken. De achterliggende economische rationale gaat terug op (Musgrave, 1959).

⁵⁶ Bron: Eurostat ([link](#))

⁵⁷ Bron: Eurostat ([link](#))

⁵⁸ Er is een rijke literatuur over de effecten van defensie-uitgaven op groei en private investeringen. Voor een recent overzicht, zie Ilzetski (2025).

⁵⁹ Dit verscherpt het *freerider*- en financieringsprobleem, maar verandert niets aan het fundamentele karakter van het publieke goed.

⁶⁰ In dit hoofdstuk geven we een beknopte overzicht van de economische afwegingen die hierbij spelen. Voor gedetailleerdere denkkader over de financiering, vormgeving en coördinatie van Europese publieke goederen, zie Buti et al. (2023), Claeys en Steinbach (2024) en Wyplosz (2024)

⁶¹ Voor een recent overzicht van de literatuur over fiscale consolidaties zie: (Balasundharam et al., 2023).

de lidstaten. Dat komt doordat hiervoor een aanpassing van het meerjarig financiële kader nodig is (EP, 2024a). Pogingen om de EU van meer eigen inkomsten te voorzien, via het *Carbon Border Adjustment Mechanism* (CBAM) en een deel van de inkomsten uit het *Emissions Trading System* (ETS), zijn tot dusver grotendeels vastgelopen of slechts beperkt gerealiseerd (Claeys et al., 2023). Op de langere termijn kan een bredere Europese inkomstenbasis bijdragen aan stabielere financiering van gezamenlijke publieke goederen.

Nationale schuldfinanciering

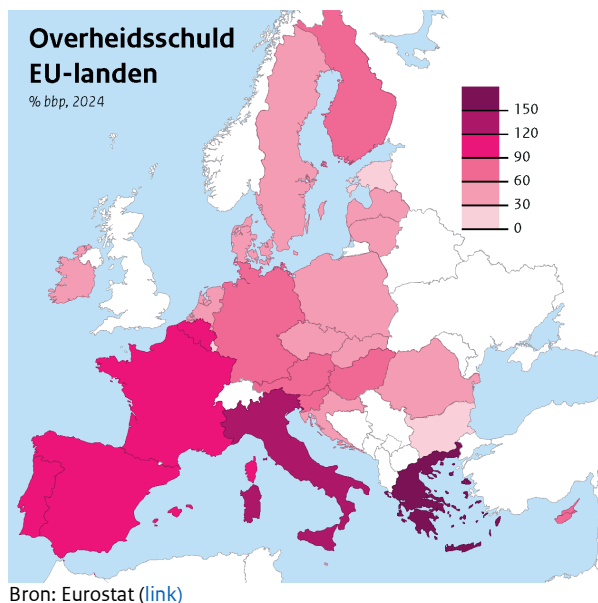
Nationale schuldfinanciering kan zinvol zijn voor incidentele uitgaven of investeringen die op langere termijn baten opleveren. Het ligt voor de hand om kosten over de tijd te spreiden, omdat de baten van investeringen ook vaak over een langere termijn gerealiseerd worden. Financiering via schuld maakt dat mogelijk en kan bovendien helpen om budgettaire schokken op korte termijn te dempen. In de economische literatuur wordt deze redenering vooral bij infrastructuur en investeringen in productiekapitaal toegepast die zichzelf op termijn deels terugverdienen. Maar ook een tijdelijke inhaalslag in defensie kan vanuit dit perspectief worden bekeken als hierdoor wapensystemen worden gekocht die de veiligheid van Europa op langere termijn garanderen. De generaties die van huidige investeringen profiteren dragen dan ook deel van de kosten.

Het onderscheid tussen investeringen en lopende uitgaven is in de praktijk niet altijd eenduidig, waardoor uitzonderingen op begrotingsregels opportunistisch gedrag kunnen uitlokken. Het is vaak lastig scherp af te bakenen welke uitgaven daadwerkelijk toekomstig rendement opleveren en als investering kwalificeren. Dat geldt des te meer voor uitgaven die geen financieel, maar immaterieel rendement opleveren zodat de baten moeilijk kwantificeerbaar zijn. Hierdoor ontstaat het risico dat ook reguliere of structurele uitgaven onder het label ‘investering’ worden geschaard om begrotingsregels te omzeilen of uitgaven buiten het uitgavenkader te plaatsen (EFB, 2020; Rey et al., 2023; SEO, 2020).⁶² Dit kan ten koste gaan van de begrotingsdiscipline en de schuldhoudbaarheid, waarvan de risico’s zijn toegelicht in paragraaf 4.4.

Hoge schulden en kapitaalkosten maken extra leningen voor veel lidstaten duur, wat druk zet op de schuldhoudbaarheid of leidt tot onderinvestering. Lidstaten met een hoge schuldenlast betalen doorgaans hogere rentes op nieuwe leningen. Dit vergroot het risico op onderinvestering, zeker wanneer de baten van die uitgaven deels buiten de landsgrenzen vallen. Daarbij spelen ook heterogene voorkeuren tussen lidstaten een rol: landen verschillen in hun bereidheid om bij te dragen aan Europese publieke goederen, mede omdat zij de baten niet in gelijke mate waarderen. Wanneer landen ondanks de hogere kapitaalkosten toch investeren, kan de houdbaarheid van de overheidsschuld verder onder druk komen te staan. In het geval van defensie komen beide factoren samen: landen die verder van de oostgrens van de EU liggen, profiteren van investeringen van anderen, maar ervaren minder directe baten van eigen extra investeringen, terwijl zij vaak hogere overheidsschulden hebben en dus ook hogere kosten dragen als zij toch investeren (figuur 5.2). Dit versterkt de *freerider*-problematiek. Niet alle lidstaten hebben dan ook gebruikgemaakt van de *national escape clause*, die tijdelijk extra begrotingsruimte biedt voor defensie. Op de peildatum hadden slechts 12 van de 27 landen een formeel verzoek ingediend. Onder andere Italië, Spanje en Frankrijk hebben dit nog niet gedaan (EC, 2025a).

⁶² Een voorbeeld van het oprekken van investeringsdefinities is het verzoek van Spanje om ook investeringen in klimaat mee te tellen als investering in defensie in het kader van de geplande uitzonderingen voor defensie in de Europese begrotingsregels (FT, 2025).

Figuur 5.2 Landen die verder verwijderd zijn van het Oekraïneconflict hebben ook hoge schulden



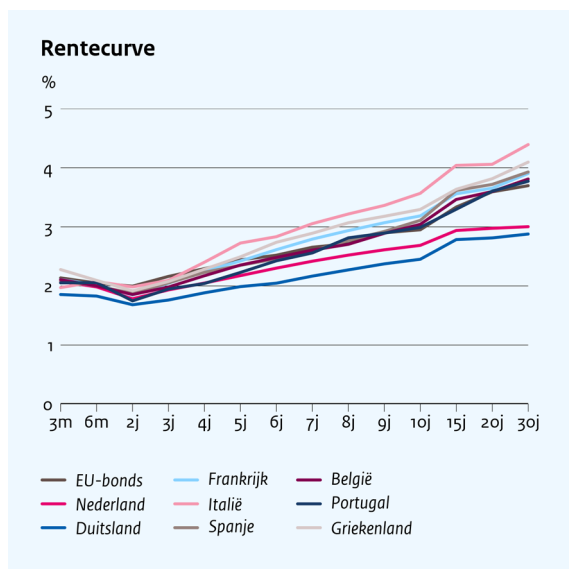
Gezamenlijke schuldfinanciering

Gezamenlijke schulduitgifte door de EU kan aantrekkelijk zijn voor landen met hoge schulden, maar vergt solidariteit en risicodeling van andere lidstaten. Door voor bepaalde uitgaven collectief te lenen, zoals tijdens de coronapandemie, kunnen enkele lidstaten tegen lagere kosten lenen dan individueel mogelijk is. Dit verlaagt de kosten van specifieke uitgaven, zoals bij het Europese herstellfonds (zie ook het tekstkader ‘EU-bonds: een historisch perspectief’). Dit kan bijdragen aan efficiëntere voorziening van Europese publieke goederen, maar vereist ook onderlinge solidariteit. De EU gaat de leningen namelijk aan namens alle lidstaten en zij staan gezamenlijk via de EU-begroting garant voor de terugbetaling (Smid et al., 2020).

De risico’s worden door gezamenlijke financiering een Europese verantwoordelijkheid en dat noodzaakt tot coördinatie en versterkt toezicht. Bij het coronaherstelfonds moesten daarom de plannen van lidstaten voor de uitgaven door de EC en de Raad van de EU goedgekeurd worden. Er bestond ook de mogelijkheid betalingen te onderbreken, wat meerdere keren ingezet werd (EP, 2024b). De Europese Rekenkamer merkte echter op dat ook hier sprake was van het oprekken van definities, ondanks de monitorings- en toezichtsprocessen. Zo werden investeringen als klimaatvriendelijk bestempeld terwijl de daadwerkelijke klimaatbijdrage twijfelachtig was (ECA, 2024).

Wanneer EU-obligaties als leningen aan lidstaten worden doorgegeven, neemt hun schuldenlast alsnog toe, wat de schuldhoudbaarheid onder druk zet en het risico op onderinvestering slechts ten dele ondervangt. De gezamenlijke schulduitgifte verlaagt weliswaar de kosten van gezamenlijk gefinancierde uitgaven voor sommige lidstaten, maar de totale schuldenlast van lidstaten neemt ook toe. Dit kan de financieringskosten verhogen voor nationale uitgaven die buiten het bereik van EU-financiering vallen. Bovendien bestaan er twijfels of de renteversillen voor de gezamenlijke financiering hoog genoeg zijn om extra investeringen aan te moedigen (Wolff et al., 2025). De rente op EU-obligaties lijkt namelijk sterker samen te hangen met de rente die lidstaten met hogere schuld niveaus betalen dan met die van landen met lage rentes, zoals Nederland en Duitsland (figuur 5.3). Hierdoor is de rentebesparing voor de meeste lidstaten beperkt. Het is dus onzeker of dit voldoende prikkels geeft om te investeren. Bovendien kan een hoger schuld niveau ertoe leiden dat de totale kosten-batenafweging voor individuele lidstaten alsnog ongunstig uitvalt.

Figuur 5.3 Rentevoordeel door gezamenlijk Europees lenen is beperkt



Figuurnoot: De figuur toont de rentecurve op 24 april 2025.
Bron: Bloomberg

Het toekennen van giften in plaats van leningen door de EU kan onderinvestering tegengaan zonder extra schuldopbouw op nationaal niveau, maar vergt meer onderlinge solidariteit. Lidstaten met beperkte begrotingsruimte hoeven geen extra schuld aan te gaan voor Europese middelen die als giften worden vergeven, anders dan bij leningen. Daardoor kunnen Europese middelen als gift helpen om onderinvestering in publieke goederen te voorkomen. Voor de effectiviteit van investeringen in publieke goederen is het vooral van belang dat het publieke goed daadwerkelijk tot stand komt, ongeacht welk land het levert. Het kan daarom efficiënter zijn om het publieke goed ook centraal in te kopen of lidstaten te ondersteunen die het publieke goed het goedkoopst kunnen realiseren. Hoewel alle lidstaten erbij gebaat zijn dat het publieke goed zo efficiënt mogelijk wordt ingekocht, kan het op weerstand stuiten omdat lidstaten de verantwoordelijkheid voor het publieke goed niet willen overdragen aan de EU of andere lidstaten. Bovendien vereist het verlenen van giften grotere wederzijdse solidariteit dan bij de vormgeving via leningen. Net als bij leningen zijn ook voor giften duidelijke coördinatie en toezicht nodig. Zeker wanneer gezamenlijke schulduitgifte en herverdeling via giften binnen de EU vaker worden ingezet, is het risico reëel dat prikkels voor hervorming en begrotingsdiscipline afnemen en *freerider*-gedrag toeneemt.

Gezamenlijke schulden die als giften worden uitgekeerd, moeten worden afgelost via de EU-begroting of nieuwe eigen middelen. Er is afgesproken om voor de aflossing van de schulden uit de coronaherstelfonds nieuwe inkomensbronnen in te voeren. De plasticheffing is ingevoerd, maar CBAM - het hervormde emissiehandelssysteem - en een digitale belasting zijn nog onderwerp van discussie (Claeys et al., 2023). Als giften structureel ingezet zouden worden voor Europese publieke goederen ligt het voor de hand om vooruitgang te boeken op dit terrein zodat de druk op de bestaande EU-begroting beperkt blijft. Zonder aanvullende inkomsten moeten aflossingen plaatsvinden via hogere nationale afdrachten, herfinanciering of herschikkingen binnen het EU-budget. Deze alternatieven vereisen unanimiteit en kunnen daarmee politiek kwetsbaar zijn.⁶³

⁶³ Bij onverwacht hogere kapitaalkosten kan de EU het flexibiliteitsinstrument inzetten om aanvullende uitgaven bovenop de plafonds van het Meerjarig Financieel Kader (MFK) te financieren (EP, 2024a). Dit instrument is echter bedoeld voor onvoorziene behoeften en kent een eigen plafond en is niet bedoeld om structurele tekorten te dekken.

EU-bonds: een historisch overzicht

Voorstellen voor een vorm van Europese schulduitgifte zijn ouder dan de euro zelf en de eerste EU-bonds bestonden al lang voor de invoering van de euro. Vanaf de jaren zeventig tot de vroege jaren negentig werden er al EU-projectobligaties uitgegeven, met als doel noodsituaties het hoofd te bieden, zoals de oliecrisis of aardbevingen in Italië en Spanje (Horn et al., 2020). Deze vroege vormen van EU-schuld waren echter beperkt van aard en specifiek bedoeld voor crisissituaties. In het MacDougall-rapport (1977) werd voorgesteld gezamenlijke leningen ook te gebruiken als macro-economische stabilisatoren, maar er was toen al weinig enthousiasme voor fiscale integratie.

Het Verdrag van Maastricht legde de basis voor de monetaire unie en stelde dat fiscaal beleid een nationale aangelegenheid blijft. Dit wordt vormgegeven door de opname van de 'no bail-out'-clausule in artikel 125 van het verdrag. Deze clausule verbiedt de EU en haar lidstaten om aansprakelijk te zijn voor de schulden van andere lidstaten, waardoor gezamenlijke schulduitgifte op EU-niveau wordt uitgesloten (EU, 1992).

Oud EU-commissiepresident Jacques Delors kwam in 1993 met het voorstel van EU-bonds zonder risicodeling (de Union Bonds), maar vond weinig enthousiasme. De Union Bonds werden voorgesteld als financieringsbron voor investeringen in infrastructuur, milieu en economische groei. Door de Maastrichtcriteria, die de fiscale ruimte van toekomstige eurolanden beperken, zouden Union Bonds de mogelijkheid bieden om toch noodzakelijke investeringen te doen. Zorgen over de grootte van de EU-begroting en risicodeling waren te groot en dit resulteerde erin dat de plannen pas na de eeuwwisseling weer werden opgepakt (Collignon, 2011; EC, 1993).

Na de grote financiële crisis stelden Eurogroepvoorzitter Juncker en de Italiaanse minister van Financiën Tremonti E-bonds als mogelijke oplossing voor om markten te stabiliseren. Het idee was om een *European Debt Agency* op te richten die nationale schulden zou opkopen, om zo ook in crisissituaties de toegang tot goedkoop kapitaal te garanderen. De financiering zou plaatsvinden via de uitgifte van zogeheten E-Bonds (Juncker & Tremonti, 2010). Dit voorstel werd afgewezen, onder meer door Duitsland, vanwege zorgen over moreel gevaar en het behoud van begrotingsdiscipline. Andere voorstellen, zoals het Blue/Red Bond-voorstel, probeerden deze bezwaren deels te ondervangen (Delpla & Von Weizsacker, 2010; EC, 2011). Hierbij werd onderscheid gemaakt tussen veiligere gezamenlijke schulden ('blue bonds') en nationale schulden ('red bonds'). Maar ook dergelijke voorstellen vonden weinig steun.

Draghi's 'whatever it takes'-toespraak in 2012 en de oprichting van het Europees Stabiliteitsmechanisme (ESM) maakten de noodzaak voor Eurobonds minder dringend. Het Europese Financiële Stabiliteitsfaciliteiten later het ESM fungeerden als noodfondsen voor eurolanden in financiële problemen, vergelijkbaar met het IMF. Draghi's 'whatever it takes'-toespraak, gevolgd door het *Outright Monetary Transactions*-programma (OMT) van de ECB, stelde markten gerust door te benadrukken dat de ECB de euro zou beschermen tegen fragmentatie. Via het OMT-programma kreeg de ECB de mogelijkheid om staatsobligaties van landen in moeilijkheden op te kopen. De aankondiging alleen was voldoende om de rentever verschillen te verkleinen, zonder dat het programma ooit hoefde te worden ingezet (Altavilla et al., 2014).
(vervolg op volgende pagina)

In 2020 werd als reactie op de coronacrisis het herstellfonds *NextGenerationEU* (NGEU) opgericht, dat via EU-bonds wordt gefinancierd en bedoeld is om lidstaten te ondersteunen bij economisch herstel. Negen lidstaten stelden eerder zogenoemde coronabonds voor. Deze waren bedoeld voor gezamenlijke schulduitgifte om nationale pandemiekosten direct te financieren. Het voorstel werd geblokkeerd door landen die vreesden voor permanente schulddeling, zoals Nederland en Duitsland. NGEU bood een compromis: tijdelijke gezamenlijke schulduitgifte, strikte voorwaarden voor besteding, en terugbetaling via de EU-begroting (EC, 2020). Naast een subsidiecomponent bevatte NGEU ook een leningscomponent waarmee landen met hoge financieringskosten goedkoper konden lenen bij de EU voor hun hersteluitgaven. Daarmee verschilt het herstellfonds fundamenteel van eerdere eurobondvoorstellen tijdens en na de eurocrisis, die gericht waren op het gezamenlijk financieren of herfinancieren van nationale schulden of tekorten. Bij NGEU worden de middelen centraal aangetrokken door de Europese Commissie en vervolgens toegekend aan lidstaten op basis van goedgekeurde herstelplannen voor specifieke projecten.

Recente voorstellen voor Europese financiering van defensie-uitgaven bouwen hierop voort. Het voorstel voor Europese leningen via *Security Action for Europe* (SAFE) sluit aan bij het leningendeel van NGEU. Het is bedoeld om projecten te financieren die strategische tekorten in de Europese defensiecapaciteiten aanpakken, zoals lucht- en raketverdediging, militaire logistiek en precisie-aanvalscapaciteiten. Belangrijke voorwaarden zijn dat aanvragen gezamenlijk door meerdere lidstaten worden ingediend, met gezamenlijke aanbesteding, en dat het overgrote deel van de levering afkomstig is uit Europa.

5.4 Conclusie

Europese uitdagingen vergen Europese antwoorden. De ambities op het gebied van defensie, verduurzaming en innovatie zijn groot. Tegelijkertijd zijn bedrijven in Europa nog sterk afhankelijk van banken en blijft de kapitaalmarkt gefragmenteerd, wat niet alleen een efficiënte kapitaalallocatie belemmert maar ook risico's voor de financiële stabiliteit met zich meebrengt. Er is aanzienlijke ruimte om de banken- en kapitaalmarkt te versterken, bijvoorbeeld door kapitaalmarkten te verdiepen en de verwevenheid tussen banken en overheden te verkleinen. Voor Europese investeringen waarbij sprake is van marktfalen, zoals bij infrastructuur of militaire paraatheid, ligt publieke financiering voor de hand. Structurele uitgaven worden idealiter via de begroting gedekt, maar bij urgente opgaven kan tijdelijke schuldfinanciering uitkomst bieden. Gaat het om Europese publieke goederen, dan ligt Europese financiering het meest voor de hand, mits voorzien van duidelijke voorwaarden om moreel risico te beperken.

Referenties

- Acemoglu, D., Aghion, P., Bursztyn, L., & Hemous, D. (2012). The Environment and Directed Technical Change. *American Economic Review*, 102(1), 131–166. <https://doi.org/10.1257/aer.102.1.131>
- Acharya, V. V., & Laarits, T. (2025). Tariff War Shock and the Convenience Yield of US Treasuries -A Hedging Perspective. *SSRN Electronic Journal*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=5229097
- Acharya, V. V., & Thakor, A. V. (2016). The dark side of liquidity creation: Leverage and systemic risk. *Journal of Financial Intermediation*, 28, 4–21. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2016.08.004>
- Aliber, R. Z., Kindleberger, C. P., & Solow, R. M. (2015). *Manias, panics, and crashes: A history of financial crises* (Seventh edition). Palgrave Macmillan. <http://dx.doi.org/10.1007/978-1-137-52574-1>
- Alogoskoufis, S., Giuzio, M., Kostka, T., Levels, A., Vivar, L., & Wedow, M. (2020). *How Could a Common Safe Asset Contribute to Financial Stability and Financial Integration in the Banking Union?* European Central Bank. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van https://www.ecb.europa.eu/pub/fie/article/html/ecb.fieart202003_02-2b34819f75.en.html
- Altavilla, C., Giannone, D., & Lenza, M. (2014). *The financial and macroeconomic effects of OMT announcements* (Working Paper 1707). European Central Bank. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1707.pdf>
- Andreeva, D., Grodzicki, M., Mór , C., & Reghezza, A. (2019). Euro area bank profitability: Where can consolidation help? ECB. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van https://www.ecb.europa.eu/press/financial-stability-publications/fsr/special/html/ecb.fsrart201911_01-81377050be.en.html
- Andr s, G. G., & Baquero, A. G. (2020). The blow to tourism and the recovery of the Spanish economy. *Spanish and International Economic & Financial Outlook*, 9(4), 39–48. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van <https://www.sefofuncas.com/Challenges-for-Spanish-industry-under-COVID-19-and-beyond/The-blow-to-tourism-and-the-recovery-of-the-Spanish-economy>
- Aoki, K., & Kalin, N. (2015). Bubbles, banks and financial stability. *Journal of Monetary Economics*, 74, 33–51. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2015.05.002>
- Armendariz, S., Cabez n, E. R., Cui, L. Q., Domit, S., Iancu, A. C., Magistretti, G., Srinivas, R., & Wong, Y. C. (2024). *Taming Public Debt in Europe: Outlook, Challenges, and Policy Response* (Working Paper 181). International Monetary Fund. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2024/08/23/Taming-Public-Debt-in-Europe-Outlook-Challenges-and-Policy-Response-553526>
- Arnal, J., & Fe s, E. (2024). Competitiveness: The widening gap between the EU and the US. *Real Instituto Elcano*. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van <https://www.realinstitutoelcano.org/en/analyses/competitiveness-the-widening-gap-between-the-eu-and-the-us/>
- Baimbridge, M., Litsios, I., Jackson, K., & Lee, U. R. (2017). *The Segmentation of Europe: Convergence or Divergence between Core and Periphery*. Palgrave Macmillan.

- Balasundharam, V., Basdevant, O., Benicio, D., Ceber, A., Kim, Y., Mazzone, L., Selim, H., & Yang, Y. (2023). *Fiscal consolidation: Taking stock of success factors, impact, and design* (Working Paper 63). International Monetary Fund. Geraadpleegd op 15 mei 2025, van <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2023/03/17/Fiscal-Consolidation-Taking-Stock-of-Success-Factors-Impact-and-Design-530647#:~:text=This%20paper%20presents%20findings%20from%20a%20survey%20of,impact%20and%20design%20aspects%20of%20past%20consolidation%20episodes>
- Baldwin, R., & Giavazzi, F. (2015). *The Eurozone Crisis—A Consensus View of the Causes and a Few Possible Remedies*. CEPR Press. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van <https://cepr.org/publications/books-and-reports/eurozone-crisis-consensus-view-causes-and-few-possible-solutions>
- Barnes, R., Charnay, N., & Edwards, G. (2025). *Banking Brief: Europe's Leaner Investment Banks Have Stabilized Their Market Share*. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van <https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/250304-banking-brief-europe-s-leaner-investment-banks-have-stabilized-their-market-share-13435458>
- 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>
- Beck, T., Döttling, R., Lambert, T., & Van Dijk, M. (2023). Liquidity creation, investment, and growth. *Journal of Economic Growth*, 28(2), 297–336. <https://doi.org/10.1007/s10887-022-09217-1>
- Behn, M., Lang, J. H., & Reghezza, A. (2025). *Geopolitical risk and its implications for macroprudential policy* (Macroeconomic Bulletin 28). European Central Bank. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van https://www.ecb.europa.eu/press/financial-stability-publications/macprudential-bulletin/html/ecb.mpbu202504_01-6aa0c34852.en.html
- Bekaert, G., Harvey, C. R., & Lundblad, C. (2011). Financial Openness and Productivity. *World Development*, 39(1), 1–19. <https://doi.org/10.1016/j.worlddev.2010.06.016>
- Bhatia, M. A. V., Mitra, M. S., Weber, A., Aiyar, M. S., De Almeida, L. A., Cuervo, C., Santos, M. A. O., & Gudmundsson, T. (2019). *A capital market union for Europe*. International Monetary Fund. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van <https://www.imf.org/en/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2019/09/06/A-Capital-Market-Union-For-Europe-46856>
- Bidder, R. M., Krainer, J. R., & Shapiro, A. H. (2021). De-leveraging or de-risking? How banks cope with loss. *Review of Economic Dynamics*, 39, 100–127. <https://doi.org/10.1016/j.red.2020.06.014>
- BIS. (2011). *The transmission channels between the financial and real sectors: A critical survey of the literature* (Working Paper 18). Bank for International Settlements. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van https://www.bis.org/publ/bcbs_wp18.htm
- Bloomberg. (2025, 29 april). *Some ECB Officials Push to Curb Scope of Bank Oversight Arm*. Bloomberg Finance. Geraadpleegd op 2 mei 2025, van <https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-04-29/several-ecb-officials-want-fewer-banks-to-face-direct-oversight>

- Bolt, W., Van den End, J. W., De Grip, J., Mavromatis, K., Verhoeks, R., & De Vette, N. (2024). *Geo-economische fragmentatie: Gevolgen voor de economie en financiële stabiliteit*. De Nederlandsche Bank. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van https://www.dnb.nl/media/3lqmlfjb/dnb-analyse-geo-economische-fragmentatie_31jan24.pdf
- Bovenberg, A. L., & Van der Linden, A. (1997). *Can we afford to grow old?* Centraal Planbureau. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van <https://www.cpb.nl/en/publication/can-we-afford-grow-old>
- Brunnermeier, M. K., & Huang, L. (2018). *A Global Safe Asset for and from Emerging Market Economies* (Working Paper 25373). National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w25373>
- Buch, C. (2024, 26 september). *Global rifts and financial shifts: Supervising banks in an era of geopolitical instability*. Eighth European Systemic Risk Board annual conference. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/speeches/date/2024/html/ssm.sp240926_1-ebf2df6685.en.html
- Buti, M., Coloccia, A., & Messori, M. (Eds.) (2023). *Financing Investment in Times of High Public Debt*. Open Book Publishers. <https://doi.org/10.11647/OBP.0386>
- Caldara, D., & Iacoviello, M. (2022). Measuring geopolitical risk. *American Economic Review*, 112(4), 1194–1225. <https://doi.org/10.1257/aer.20191823>
- Caldara, D., Iacoviello, M., Molligo, P., Prestipino, A., & Raffo, A. (2020). The economic effects of trade policy uncertainty. *Journal of Monetary Economics*, 109, 38–59. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2019.11.002>
- CBS. (2020). *Nederland Handelsland 2020*. Centraal Bureau voor de Statistiek. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van <https://longreads.cbs.nl/nederland-handelsland-2020/>
- CBS. (2025). *2008 Kredietcrisis en eurocrisis*. Centraal Bureau voor de Statistiek. Geraadpleegd op 2 mei 2025, van <https://www.cbs.nl/nl-nl/longread/diversen/2025/tijdslijn-internationale-handel/7-2008-kredietcrisis-en-eurocrisis#:~:text=De%20Nederlandse%20economie%20kromp%20in, andere%20eurolanden%20%E2%80%93%20in%20een%20recessie.>
- Ciurila, N. & Huizinga, A. (2025, 14 maart). *Bijna een op zes Nederlandse huishoudens heeft geen liquide buffers*. ESB. Geraadpleegd op 16 mei 2025, van <https://esb.nu/bijna-een-op-zes-nederlandse-huishoudens-heeft-geen-liquide-buffers/>
- Claeys, C., McCaffrey, C., & Welslau, L. (2023). *An estimate of the European Union's long-term borrowing cost bill*. European Parliament. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2023/754286/IPOL_BRI\(2023\)754286_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2023/754286/IPOL_BRI(2023)754286_EN.pdf)
- Claeys, G., & Steinbach, A. (2024). *A conceptual framework for the identification and governance of European public goods* (Working Paper). Bruegel. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van <https://www.bruegel.org/working-paper/conceptual-framework-identification-and-governance-european-public-goods>
- Collignon, S. (2011). *Eurobonds: The financial equivalent of the single currency*. European Parliament. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van <https://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201103/20110316ATT15716/20110316ATT15716EN.pdf>

- Coutinho, L., & Licchetta, M. (2023). *Inflation Differentials in the Euro Area at the Time of High Energy Prices* (Discussion Paper 197). European Commission. <https://doi.org/10.2765/052803>
- CPB. (2018). *A Review on ESBies. The senior tranche of sovereign bond-backed securities*. Centraal Planbureau. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van <https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB-Background-Document-June2018-A-review-on-ESBies.pdf>
- CPB. (2022). *Risicorapportage Financiële Markten 2022*. Centraal Planbureau. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van <https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB-Notitie-Risicorapportage-Financiele-markten-2022.pdf>
- CPB. (2024). *Risicorapportage Financiële Markten 2024*. Centraal Planbureau. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van <https://www.cpb.nl/risicorapportage-financi%C3%A4le-markten-2024>
- CPB. (2025a). *Centraal Economisch Plan 2025*. Centraal Planbureau. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van <https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPBRaming-Centraal-Economisch-Plan-2025-.pdf>
- CPB. (2025b). *De financiële verwevenheden van Nederland met de Verenigde Staten*. Centraal Planbureau. Geraadpleegd op 20 mei 2025, van <https://www.cpb.nl/de-financiële-verwevenheden-van-nederland-met-de-verenigde-staten>
- Crouzet, N. (2018). Aggregate Implications of Corporate Debt Choices. *The Review of Economic Studies*, 85(3), 1635–1682. <https://doi.org/10.1093/restud/rdx058>
- Darvas, Z. (2024). *Countries are still slow to follow European Union Policy recommendations*. Bruegel. Geraadpleegd op 2 mei 2025, van <https://www.bruegel.org/analysis/countries-are-still-slow-follow-european-union-policy-recommendations>
- Darvas, Z., Welslau, L., & Zettelmeyer, J. (2024). *How demographic change will hit debt sustainability in European Union countries* (Policy Brief 22). Bruegel. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van <https://www.econstor.eu/handle/10419/306203>
- Davies, R., & Tracey, B. (2014). Too big to be efficient? The impact of implicit subsidies on estimates of scale economies for banks. *Journal of Money, Credit and Banking*, 46(s1), 219–253. <https://doi.org/10.1111/jmcb.12088>
- De Boer, M., Clahsen, A., & Van Kuppeveld, J. (2025, 3 april). Wat nu als de Fed straks geen reddingsboei meer mag uitwerpen naar Europa? *Het Financieele Dagblad*. Geraadpleegd op 2 mei 2025, van <https://fd.nl/financiele-markten/1550486/wat-nu-als-de-fed-straks-geen-reddingsboei-meer-mag-uitwerpen-naar-europa>
- De Haan, J., & Grootjes, B. (2023). What makes discretionary countercyclical fiscal policy so difficult? *CESifo Economic Studies*, 69(1), 1–20. <https://doi.org/10.1093/cesifo/ifad001>
- Delpla, J., & Von Weizsacker, J. (2010). *The Blue Bond Proposal* (Policy Brief 3). Bruegel. 2010. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van <https://www.bruegel.org/policy-brief/blue-bond-proposal>

- DNB. (2023a). *Klaas Knot over de toekomst van de euro*. De Nederlandsche Bank. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van <https://www.dnb.nl/algemeen-nieuws/speech-2023/klaas-knot-over-de-toekomst-van-de-euro/>
- DNB. (2023b). *Wat heeft 25 jaar euro ons gebracht?* De Nederlandsche Bank. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van <https://www.dnb.nl/algemeen-nieuws/achtergrond-2023/wat-heeft-25-jaar-euro-ons-gebracht/>
- DNB. (2024a). *Overzicht Financiële Stabiliteit, Najaar 2024*. De Nederlandsche Bank. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van <https://www.dnb.nl/media/jb5djico/ofs-najaar-2024.pdf>
- DNB. (2024b). *Overzicht Financiële Stabiliteit, Voorjaar 2024*. De Nederlandsche Bank. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van <https://www.dnb.nl/media/3yapcquo/dnb-ofs-voorjaar-2024.pdf>
- DNB. (2024c). *Weerbaar in een gure wereld*. De Nederlandsche Bank. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van <https://www.dnb.nl/media/1nwjyfr1/weerbaar-in-een-gure-wereld.pdf>
- DNB. (2025a). *Beleggingen pensioenfondsen in Amerikaanse bedrijven fors groter dan in Europese ondernemingen*. De Nederlandsche Bank. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van <https://www.dnb.nl/algemeen-nieuws/statistiek/2025/beleggingen-pensioenfondsen-in-amerikaanse-bedrijven-fors-groter-dan-in-europese-ondernemingen/>
- DNB. (2025b). *Nederlandse huishoudens sparen maar door: Ruim €600 miljard op de bankrekening*. De Nederlandsche Bank. Geraadpleegd op 2 mei 2025, van <https://www.dnb.nl/algemeen-nieuws/statistiek/2025/nederlandse-huishoudens-sparen-maar-door-ruim-600-miljard-op-de-bankrekening/>
- Draghi, M. (2024). *The future of European competitiveness*. European Commission. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van https://commission.europa.eu/topics/eu-competitiveness/draghi-report_en
- EBA. (2023). *2023 EU-Wide Stress Test*. European Banking Authority. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van <https://www.eba.europa.eu/risk-and-data-analysis/risk-analysis/eu-wide-stress-testing/stress-test-2023>
- EBA. (2024). *Risk Assessment Report of the European Banking Authority (November 2024)*. European Banking Authority. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van <https://www.eba.europa.eu/publications-and-media/press-releases/eu-banks-continue-be-robust-although-risks-geopolitical-tensions-and-cyber-threats-remain>
- EC. (1993). *Growth, competitiveness, employment: The challenges and ways forward into the 21st century* (White Paper). European Commission. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/506ecd7a-d51d-40cc-82f2-c8403ab57150/language-en>
- EC. (2011). *Green Paper on the feasibility of introducing Stability Bonds*. European Commission. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/memo_11_820
- EC. (2016). *The Macroeconomic Imbalance Procedure. Rationale, Process, Application: A Compendium* (Institutional Paper 39). European Commission. <http://dx.doi.org/10.2765/958247>
- EC. (2020). *NextGenerationEU*. European Commission. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/eu-budget/eu-borrower-investor-relations/nextgenerationeu_en

- EC. (2025a, 30 april). *12 Member States request activation of the national escape clause* [Persbericht]. European Commission. https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_25_1121
- EC. (2025b). *In-Depth Review 2025—The Netherlands* (Institutional Paper 313). European Commission. <https://doi.org/10.2765/833542>
- EC. (2025c). *Macroeconomic imbalance procedure scoreboard*. European Commission. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-and-fiscal-governance/macroeconomic-imbalance-procedure/scoreboard_en
- ECA. (2024). *EU recovery fund probably not as green as claimed*. European Court of Auditors. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van <https://www.eca.europa.eu/en/news/NEWS-SR-2024-14>
- ECA. (2025). *Labour market reforms in the national recovery and resilience plans* (Special Report 10). European Court of Auditors. Geraadpleegd op 8 mei 2025, van https://www.eca.europa.eu/ECAPublications/SR-2025-10/SR-2025-10_EN.pdf
- ECB. (2019). *Annual Report 2019*. European Central Bank. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van <https://www.ecb.europa.eu/press/annual-reports-financial-statements/annual/html/ar2019-c199d3633e.en.html>
- ECB. (2022). *Financial Stability Review, November 2022*. European Central Bank. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van <https://www.ecb.europa.eu/press/financial-stability-publications/fsr/html/ecb.fsr202211-6383d08c21.en.html>
- ECB. (2023a). *Financial Stability Review, May 2023*. European Central Bank. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van <https://www.ecb.europa.eu/press/financial-stability-publications/fsr/html/ecb.fsr202305-65f8cb74d7.en.html>
- ECB. (2023b). *The EU's Open Strategic Autonomy from a central banking perspective*. European Central Bank. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op311-5065ff588c.en.pdf>
- ECB. (2023c). *Understanding the profitability gap between euro area and US global systemically important banks*. European Central Bank. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op311-5065ff588c.en.pdf>
- ECB. (2024a). *Financial Stability Review, May 2024*. European Central Bank. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van <https://www.ecb.europa.eu/press/financial-stability-publications/fsr/html/ecb.fsr202405-7f212449c8.en.html>
- ECB. (2024b). *Financial Stability Review, November 2024*. European Central Bank. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van <https://www.ecb.europa.eu/press/financial-stability-publications/fsr/html/ecb.fsr202411-dd60fco2c3.en.html>
- ECB. (2024c). *Turbulent times: Geopolitical risk and its impact on euro area financial stability* (Financial Stability Review, May 2024). European Central Bank. Geraadpleegd op 7 mei 2025, van https://www.ecb.europa.eu/press/financial-stability-publications/fsr/special/html/ecb.fsrart202405_01-4e4e30f01f.en.html

- ECB. (2025). *Asset purchase programs*. European Central Bank. Geraadpleegd op 28 maart 2025, van <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html#pspp>
- EDA. (2025). *Joint White Paper for European Defence Readiness 2030*. European Defence Agency. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van <https://eda.europa.eu/news-and-events/news/2025/03/19/joint-white-paper-for-european-defence-readiness-2030>
- EFB. (2020). *Assessment of the fiscal stance appropriate for the euro area in 2021*. European Fiscal Board. Geraadpleegd op 16 april 2025, van https://commission.europa.eu/publications/assessment-fiscal-stance-appropriate-euro-area_en
- EIOPA. (2024). *2024 Insurance Stress Test*. European Insurance and Occupational Pensions Authority. Geraadpleegd op 27 maart 2025, van https://www.eiopa.europa.eu/document/download/f8a234bo-a84a-49ff-975e-c47f8849bfco_en?filename=Report%20-%20Insurance%20Stress%20Test%202024.pdf
- EIOPA. (2025). *Adverse scenarios for the 2025 European Insurance and Occupational Pensions Authority's EU-wide pension fund stress test exercise*. European Insurance and Occupational Pensions Authority. Geraadpleegd op 29 april 2025, van https://www.esrb.europa.eu/mppa/stress/shared/pdf/esrb.stress_test250407-7e8770do4b.en.pdf
- ENISA. (2024). *Enisa Threat Landscape 2024*. European Union Agency for Cybersecurity. Geraadpleegd op 1 april 2025, van https://www.enisa.europa.eu/sites/default/files/2024-11/ENISA%20Threat%20Landscape%202024_o.pdf
- EP. (2024a). *Multiannual financial framework*. European Parliament. Geraadpleegd op 30 april 2025, van <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/en/sheet/29/multiannual-financial-framework>
- EP. (2024b). *Partial payments under the Recovery and Resilience Facility: An overview*. European Parliament. Geraadpleegd op 30 april 2025, van [https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/EPRS_BRI\(2024\)762407](https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/EPRS_BRI(2024)762407)
- ER. (2024, 8 november). *Verklaring van Boedapest over de nieuwe deal voor het Europees concurrentie-vermogen* (Persmededeling). Europese Raad. Geraadpleegd op 16 april 2025, van <https://www.consilium.europa.eu/nl/press/press-releases/2024/11/08/the-budapest-declaration/>
- EU. (1992). *Verdrag betreffende de Europese Unie*. *Publicatieblad van de Europese Gemeenschappen*. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/TXT/?uri=CELEX%3A11992M%2FTXT>
- Farhi, E., & Tirole, J. (2018). *Deadly Embrace: Sovereign and Financial Balance Sheets Doom Loops*. *The Review of Economic Studies*, 85(3), 1781–1823. <https://doi.org/10.1093/restud/rdx059>
- Fatouh, M., Giansante, S., & Ongena, S. (2021). *Economic support during the COVID crisis. Quantitative easing and lending support schemes in the UK*. *Economics Letters*, 209, 110138. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2021.110138>
- FD. (2025a, 26 maart). *Nederlandse bedrijven boeken recordwinst in eigen land*. *Het Financieele Dagblad*. Geraadpleegd op 2 mei 2025, van <https://fd.nl/bedrijfsleven/1549933/nederlandse-bedrijven-boeken-recordwinst-in-eigen-land>

- FD. (2025b, 2 april). Zuid-Europese landen trekken werkloosheid EU naar historisch laag punt. *Het Financieele Dagblad*. Geraadpleegd op 2 mei 2025, van <https://fd.nl/economie/1550598/zuid-europese-landen-trekken-werkloosheid-eu-naar-historisch-laag-punt>
- Fernández Bollo, E., Andreeva, D. C., Grodzicki, M., Handal, L., & Portier, R. (2021). *Euro area bank profitability and consolidation* (Revista de Estabilidad Financiera). Banco de España. Geraadpleegd op 16 april 2025, van https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/RevistaEstabilidadFinanciera/21/4_Consolidation_REF.pdf
- FT. (2025, 13 maart). Spain's Pedro Sánchez calls for cyber and climate to count as defence spending. *Financial Times*. Geraadpleegd op 15 mei 2025 van <https://www.ft.com/content/7f18888b-fa02-444c-807d-da79d38bc18a>
- Forbes, K., Friedrich, C., & Reinhardt, D. (2023). Stress relief? Funding structures and resilience to the covid shock. *Journal of Monetary Economics*, 137, 47–81. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2023.05.005>
- Foy, S. (2025, 23 januari). European banks to reward investors with bumper €123bn in payouts. *Financial Times*. Geraadpleegd op 2 mei 2025, van <https://www.ft.com/content/cfe4c113-03b5-4cd5-b61f-1c5d7e98e281>
- FSB. (2020). *COVID-19 pandemic: Financial stability implications and policy measures taken*. Financial Stability Board. Geraadpleegd op 1 april 2025, van <https://www.fsb.org/2020/07/covid-19-pandemic-financial-stability-implications-and-policy-measures-taken-report-to-the-g20/>
- FSB. (2024). *Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2024*. Geraadpleegd op 27 maart 2025, van <https://www.fsb.org/uploads/P161224.pdf>
- Gambacorta, L., Yang, J., & Tsatsaronis, K. (2014). Financial structure and growth. *BIS Quarterly Review*. Geraadpleegd op 16 april 2025, van https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2457106
- Giordano, M., Smit, S., Mischke, J., Dagorret, G., Dahlqvist, F., Johansson, S., De la Chevasnerie, M.-A., Solveigh, H., & Ottink, P. (2024, 20 juni). *Investment: Taking the pulse of European competitiveness*. McKinsey. Geraadpleegd op 7 mei 2025, van <https://www.mckinsey.com/mgi/our-research/investment-taking-the-pulse-of-european-competitiveness>
- Gorodnichenko, Y., Revoltella, D., Svejnar, J., & Weiss, C. T. (2018). *Resource misallocation in European firms: The role of constraints, firm characteristics and managerial decisions* (Working Paper). National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w24444>
- Gorton, G. B., Metrick, A., & Ross, C. P. (2020). Who Ran on Repo? *AEA Papers and Proceedings*, 110, 487–492. <https://doi.org/10.1257/pandp.20201100>
- Hartung, B., Linzert, T., Rahmouni-Rousseau, I., Schneider, Y., & Skrzypinska, M. (2025). The first year of the Eurosystem's new operational framework. *The ECB Blog*. Geraadpleegd op 2 mei 2025, van <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2025/html/ecb.blog20250425-fa1fb8e9ac.en.html>
- Hasekamp, P., & Smid, B. (2021). *Europese begrotingsregels* (Position Paper). Centraal Planbureau. Geraadpleegd op 28 april 2025, van <https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB-Position-Paper-Europese-begrotingsregels.pdf>

- Horn, S., Meyer, J., & Trebesch, C. (2020). *Coronabonds: The forgotten history of European Community debt*. VoxEU. Geraadpleegd op 2 mei 2025, van <https://cepr.org/voxeu/columns/coronabonds-forgotten-history-european-community-debt>
- IMF. (2013). *Current Developments in Monetary and Financial Law* (Volume 6). International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9781616350819.072>
- IMF. (2025a). *Global Financial Stability Report, April 2025*. International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9798229003261.082>
- IMF. (2025b). *World Economic Outlook Update. Global Growth: Divergent and Uncertain* (World Economic Outlook). International Monetary Fund. Geraadpleegd op 25 maart 2025, van <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2025/01/17/world-economic-outlook-update-january-2025>
- Independent Commission on Banking. (2011). *Final Report: Recommendations*. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van <https://www.gov.uk/government/news/independent-commission-on-banking-final-report>
- Jordà, Ò., Schularick, M., & Taylor, A. M. (2010). *Financial crises, credit booms, and external imbalances: 140 years of lessons* (Working Paper 16567). National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w16567>
- Juncker, J.-C., & Tremonti, G. (2010, 6 december). E-bonds would end the crisis. *Financial Times*. Geraadpleegd op 2 mei 2025, van <https://www.europeansources.info/record/e-bonds-would-end-the-crisis-europes-leaders-at-odds-over-bond-plan/>
- Kakes, J., & Broeders, D. (2006). *De houdbaarheid van het Nederlandse pensioenstelsel* (Occasional Studies 6). De Nederlandsche Bank. Geraadpleegd op 6 maart 2025, van <https://www.dnb.nl/media/qonjgkit/de-houdbaarheid-van-het-nederlandse-pensioenstelsel.pdf>
- Kamerstukken II, 36725, nr. 1. (2025, 18 april). Geraadpleegd op 6 mei 2025, van <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/publicaties/2025/04/18/voorjaarsnota-2025>
- Kok, C., Mór , C., & Pancaro, C. (2015). *Bank profitability challenges in euro area banks: The role of cyclical and structural factors*. European Central Bank. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fsr/art/ecb.fsrart201505_02.en.pdf
- Kowalik, M., Davig, T., Morris, C. S., & Regehr, K. (2015). Bank Consolidation and Merger Activity Following the Crisis. *Economic Review* (01612387), 1, 31–49. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van <https://www.kansascityfed.org/Economic%20Review/documents/646/2015-Bank%20Consolidation%20and%20Merger%20Activity%20Following%20the%20Crisis.pdf>
- Kuiper, L., & Van der Kwaak, C. (2022). De eurozone werkt slechter dan de dollarzone door de Noord-Zuid-verschillen. *ESB*, 107(4815), 350–353. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van <https://esb.nu/de-eurozone-werkt-slechter-dan-de-dollarzone-door-de-noord-zuid-verschillen/>
- Lagarde, C. (2025, 12 maart). A robust strategy for a new era (Speech). European Central Bank. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2025/html/ecb.sp250312-915537d675.en.html>

- Lammers, S., & Ciurila, N. (2023). *Ontwikkelingen op de woningmarkt en financiële risico's*. Centraal Planbureau. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van <https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB-Publicatie-Ontwikkelingen-op-de-woningmarkt-en-financiele-risicos.pdf>
- Lammers, S., Scheepstra, F., & Elbourne, A. (2024). *Een analyse van Nederlandse bedrijfsschulden*. Centraal Planbureau. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van <https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB-Publicatie-Een-analyse-van-Nederlandse-bedrijfsschulden.pdf>
- Langfield, S., & Pagano, M. (2016). Bank bias in Europe: Effects on systemic risk and growth. *Economic Policy*, 31(85), 51–106. <https://doi.org/10.1093/epolic/eivo19>
- Lanskey, L., & O'Loughnan, C. (2023). *300 years of UK public finance data*. Office for Budget Responsibility.
- Letta, E. (2024). *Much More Than a Market-Speed, Security, Solidarity: Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens*. Europese Raad. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van <https://www.consilium.europa.eu/media/ny3j24sm/much-more-than-a-market-report-by-enrico-letta.pdf>
- Liikanen, E., Bänziger, H., Campa, J. M., Gallois, L., Goyens, M., Krahnen, J. P., Mzucchelli, M., Sergeant, C., Tuma, Z., Vanhevel, J., & Wijffels, H. (2012). *High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector*. European Commission. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van https://finance.ec.europa.eu/system/files/2016-10/liikanen-report-02102012_en.pdf
- Litsios, I., & Pilbeam, K. (2022). Explaining and correcting trade imbalances between the Northern and Southern Eurozone: An empirical investigation. *International Journal of Finance & Economics*, 29(1), 1079–1096. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2722>
- MacDougall, D. (1977). *Report of the Study Group on the role of public finance in European integration*. European Commission. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/907775d1-93ce-4824-b0b0-cedc2389731b>
- Martin, A., Moral-Benito, E., & Schmitz, T. (2019). *The financial transmission of housing bubbles: Evidence from Spain* (Working Paper 2245). European Central Bank. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2245-334a97f21d.en.pdf>
- Martinez-Miera, D., & Repullo, R. (2010). Does competition reduce the risk of bank failure? *The Review of Financial Studies*, 23(10), 3638–3664. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhq057>
- Martynova, N. (2015). *Effect of bank capital requirements on economic growth: A survey* (Working Paper 467). De Nederlandsche Bank. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van <https://www.dnb.nl/media/ekojwgfh/working-paper-467.pdf>
- Medley, B. (1994). *Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act of 1994*. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-288/pdf/COMPS-288.pdf>
- Musgrave, R. A. (1959). *The theory of public finance: A study in public economy*. McGraw-Hill.
- Obstfeld, M., & Taylor, A. M. (2004). *Global capital markets: Integration, crisis and growth*. Cambridge University Press.

- OECD. (2024). *OECD Pensions Outlook 2024*. Organisation for Economic Co-operation and Development. <https://doi.org/10.1787/51510909-en>
- Pierluigi, B., & Sondermann, D. (2018). *Macroeconomic Imbalances in the euro area: Where do we stand?* (Occasional Paper 211). European Central Bank. <https://doi.org/10.2866/524051>
- Raunig, B., & Sigmund, M. (2024). *The ECB Single Supervisory Mechanism: Any Effects on Bank Competition?* (SUERF Policy Brief 789). The European Money and Finance Forum. https://www.suerf.org/wp-content/uploads/2024/02/SUERF-Policy-Brief-789_Raunig-Sigmund.pdf
- Rey, R., Tiras, E., Van Toor, J., & Westerhout, E. (2023). *Ankers voor begrotingsbeleid: Een literatuuroverzicht*. Centraal Planbureau. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van <https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB-Publicatie-Literatuuroverzicht-begrotingsankers.pdf>
- Rojas-Romagosa, H., & Van der Horst, A. (2015). *Oorzaken en beleidsgevolgen van het overschot op de Nederlandse lopende rekening* (Policy Brief). Centraal Planbureau. Geraadpleegd op 9 mei 2025, van <https://www.cpb.nl/publicatie/oorzaken-en-beleidsgevolgen-van-het-overschot-op-de-nederlandse-lopende-rekening>
- Samuelson, P. A. (1954). The Pure Theory of Public Expenditure. *The Review of Economics and Statistics*, 36(4), 387–389. <http://dx.doi.org/10.2307/1925895>
- Sánchez Serrano, A., & Peltonen, T. (2020). *Pension schemes in the European Union: Challenges and implications from macroeconomic and financial stability perspectives* (Occasional Paper Series 17). European Systemic Risk Board. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van <https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/occasional/esrb.op17~554f755910.en.pdf>
- Schuler, T., & Sun, Y. (2022). *The current account and monetary policy in the euro area* (Working Paper 2969). European Central Bank. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4182219>
- SEO. (2020). *Notitie Gulden financieringsregel*. Sociaal-Economisch Onderzoeksbureau. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van <https://www.seo.nl/publicaties/notitie-gulden-financieringsregel/>
- Shiller, R. J. (2016). *Irrational exuberance* (third edition). Princeton University Press.
- Smid, B., Soederhuizen, B., & Teulings, R. (2020). *Een nieuwe plaag voor de EMU*. Centraal Planbureau. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van <https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB-Publicatie-Risicorapportage-Financi%C3%ABle-Markten-2024.pdf>
- Soederhuizen, B., Kramer, B., Van Heuvelen, G. H., & Luginbuhl, R. (2023). Optimal capital ratios for banks in the euro area. *Journal of Financial Stability*, 69. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2023.101164>
- Stiglitz, J. E., & Rosengard, J. K. (2015). *Economics of the public sector* (Fourth international student edition). WW Norton & Company.
- 't Hart, M. C., Jonker, J., & Van Zanden, J. L. (Reds.). (1997). *A financial history of the Netherlands*. Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1017/CBO9780511559754>

- Taylor, J. B. (1993). Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 195–214. [https://doi.org/10.1016/0167-2231\(93\)90009-L](https://doi.org/10.1016/0167-2231(93)90009-L)
- Tressel, T., & Wang, S. (2014). *Rebalancing in the Euro Area and Cyclicalities of Current Account Adjustments* (Working Paper 130). International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9781498334426.001>
- Van der Wal, E., Boeters, S., Ligthart, M., & Verstegen, L. (2025). *Economische effecten van importheffingen*. Centraal Planbureau. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB_Publicatie-economische-effecten-van-importheffingen.pdf
- Van der Wal, E., Ciurila, N., & Luginbuhl, R. (2024). *Besparingen van Nederlandse huishoudens*. Centraal Planbureau. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van <https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB-Publicatie-Besparingen-van-Nederlandse-huishoudens.pdf>
- Van Riel, A. (2015). *Het financieel stelsel in historisch perspectief* (Working Paper 14). Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van <https://www.wrr.nl/publicaties/working-papers/2016/02/17/het-financieel-stelsel-in-historisch-perspectief>
- Van Solinge, F., Thiel, J., & Weilage, I. (2024). *Publieke projectfinanciering: Wanneer en hoe?* Centraal Planbureau. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB-Publicatie-publieke-projectfinanciering-wanneer-en-hoe_o.pdf
- Veron, N. (2024). *Capital Markets Union: Ten Years Later*. European Parliament. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2024/747839/IPOL_IDA\(2024\)747839_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2024/747839/IPOL_IDA(2024)747839_EN.pdf)
- Vo, L. V., & Le, H. T. T. (2023). From Hero to Zero: The case of Silicon Valley Bank. *Journal of Economics and Business*, 127, 106138. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2023.106138>
- Výškrabka, M., & Aruqaj, E. (2024). *Euro Area Current Account Developments* (Discussion Paper 202). European Commission. Geraadpleegd op 9 mei 2025, van https://economy-finance.ec.europa.eu/document/download/eef5d7ff-60da-42cc-b2b5-2d756b61c469_en?filename=dp202_en.pdf
- White, E. N. (1986). Before the Glass-Steagall Act: An analysis of the investment banking activities of national banks. *Explorations in Economic History*, 23(1), 33–55. [https://doi.org/10.1016/0014-4983\(86\)90018-5](https://doi.org/10.1016/0014-4983(86)90018-5)
- Wicker, E. (2000). *Banking Panics of the Gilded Age* (1st ed.). Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1017/CBO9780511571992>
- Wolff, G., Steinbach, A., & Zettelmeyer, J. (2025). *The governance and funding of European rearmament*. Bruegel. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van <https://www.bruegel.org/policy-brief/governance-and-funding-european-rearmament>
- Wyplosz, C. (2024). *Which European public goods?* European Parliament. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2024/755722/IPOL_IDA\(2024\)755722_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2024/755722/IPOL_IDA(2024)755722_EN.pdf)