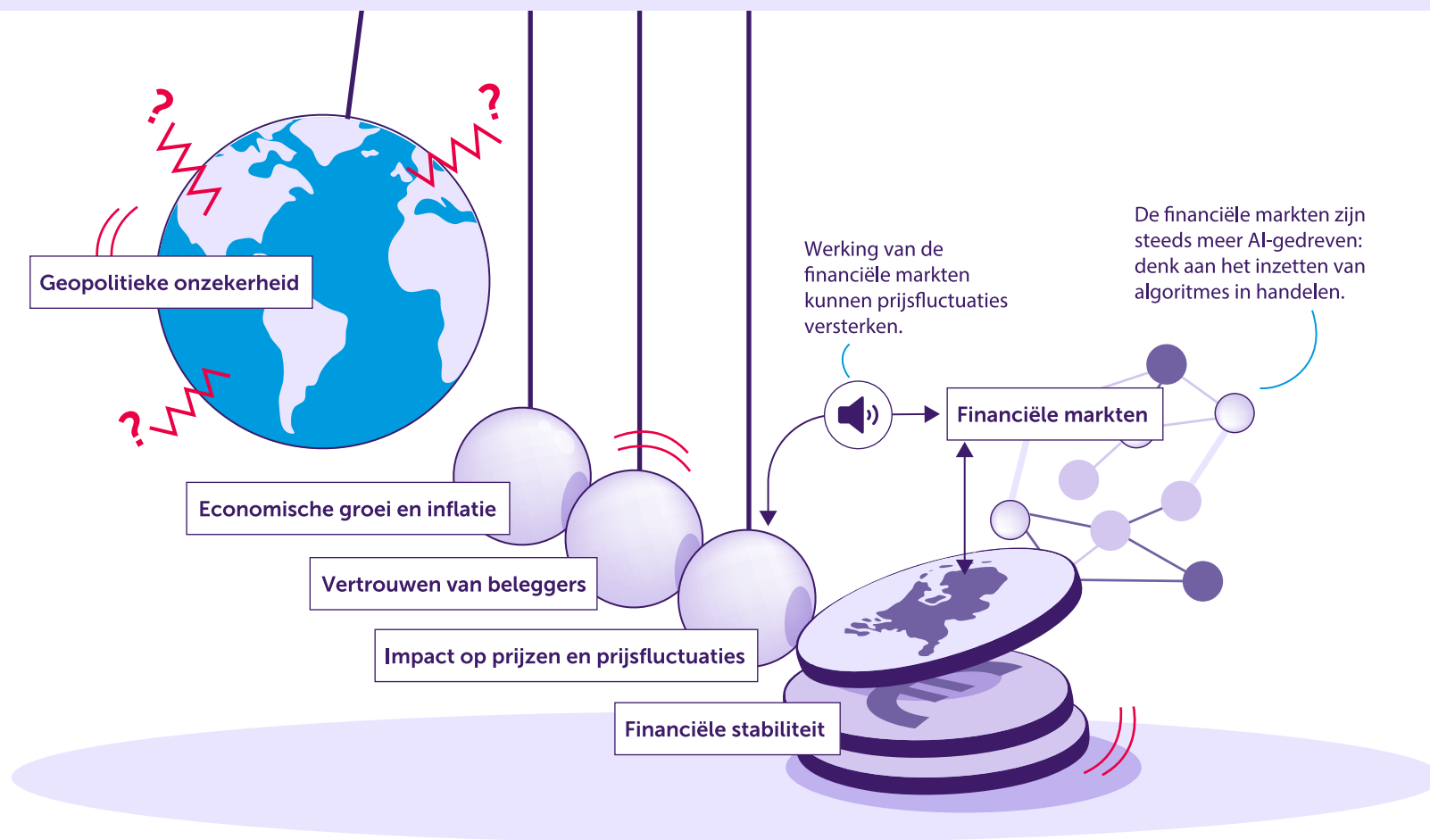


Rapportage Financiële Stabiliteit

In het kort. Als gevolg van de opgelopen geopolitieke spanningen is de economische onzekerheid toegenomen. Dit heeft geleid tot afwaarderingen en verhoogde volatiliteit op kapitaalmarkten, vooral in april na de aankondiging over handelstarieven door de VS. Daarnaast nemen cyberaanvallen in het huidige geopolitieke klimaat mogelijk toe. Dit vraagt om sterke operationele weerbaarheid bij financiële instellingen en huishoudens. In het licht van deze ontwikkelingen is betere samenwerking in Europa cruciaal. In de vermogensbeheersector zijn liquiditeitsrisico's vooralsnog beperkt gebleven maar deze nemen toe bij verhoogde marktstress. In de huizenmarkt is de betaalbaarheid verslechterd, al lijkt deze te stabiliseren. Tot slot is blijvende aandacht voor klimaatrisico's essentieel.



Inhoud

1. Inleiding en samenvatting	3
2. Algemene trends en risico's	5
2.1 Geopolitieke en macro-economische ontwikkelingen	5
2.2 Digitalisering	10
2.3 Duurzaamheid	12
3. Risico's en trends op de kapitaalmarkten	14
3.1 Algemene trends en ontwikkelingen	14
3.2 Functioneren geldmarkten	18
3.3 Ketenrisico	19
3.4 Gebruik van AI in handelsalgoritmen	19
3.5 Verwevenheid crypto-assets	22
4. Risico's en trends in de vermogensbeheersector	24
4.1 Algemene trends en ontwikkelingen	24
4.2 Liquiditeitsrisico's	25
5. Risico's voor klanten van financiële instellingen	28
5.1 Retail beleggingen	28
5.2 Buy-now-pay-later	29
5.3 Huizenmarkt	29

1. Inleiding en samenvatting

Geopolitieke spanningen zijn fors toegenomen en hebben geleid tot hogere onzekerheid en volatiliteit op financiële markten. Het handelsbeleid van de Amerikaanse regering zorgt voor veel onzekerheid en het draagt bij aan geo-economische fragmentatie, wat een negatieve impact zal hebben op de mondiale economie. Groei- en inflatieverwachtingen zijn zeer onzeker geworden en de recessiezorgen zijn toegenomen. De importtarieven hebben een verstorend effect op wereldwijde aanvoerketens. Daarnaast zorgt de hoge mate van onzekerheid ervoor dat investeringsbeslissingen worden uit- of afgesteld en dat consumenten meer sparen en minder uitgeven. Een mondiale recessie heeft direct impact op de winstverwachtingen van bedrijven en de waarderingen van financiële en fysieke activa.

Op de kapitaalmarkten hebben de door de VS aangekondigde handelstarieven forse koersdalingen en zeer hoge volatiliteit als gevolg gehad. Aandelenwaarderingen zijn naar beneden bijgesteld. In Nederland liggen koers-winstverhoudingen nu rond het niveau van vóór de coronapandemie, net onder het langjarig gemiddelde. In de VS liggen waarderingen ondanks forse dalingen nog boven het langjarig gemiddelde waardoor een verdere marktcorrectie niet geheel onwaarschijnlijk is. Verder ligt de volatiliteit op aandelenmarkten sinds de aankondiging van de handelstarieven hoger. Dit heeft tot nu toe niet tot grote liquiditeitsproblemen geleid bij financiële instellingen. Wel hebben beleggers, waaronder pensioenfondsen forse verliezen geleden. Op de gasmarkt zijn prijzen door de handelstarieven gedaald. Deze liggen wel nog boven het niveau van vóór de gascrisis in 2022, vanwege de afschaling van Russisch pijpleidingengas, waardoor Europa meer gebruik maakt van vloeibaar gas (LNG), dat per schip wordt aangevoerd.

De geopolitieke omgeving zorgt er tevens voor dat operationele risico's toenemen. Door de digitalisering van processen in de financiële sector is cyberveiligheid cruciaal geworden. Zeker in het licht van de

huidige geopolitieke ontwikkelingen, waardoor cyberaanvallen mogelijk toenemen, is het van belang dat instellingen digitaal en operationeel weerbaar zijn. Nieuwe regelgeving vanuit Europa draagt hieraan bij en de AFM houdt toezicht op de implementatie hiervan. Verder gaan de ontwikkelingen op het gebied van AI razendsnel met potentiële risico's voor financiële instellingen en op kapitaalmarkten tot gevolg. Het gebruik van AI kan voordelen bieden die de efficiëntie van partijen bevorderen maar vraagt tegelijkertijd voor meer aandacht voor het (model)risico-management van instellingen. Daarnaast zorgen AI-toepassingen op kapitaalmarkten mogelijk voor hogere volatiliteit en homogeen gedrag. Ook hier moet regelgeving en diepgaand begrip van het gedrag van handelsalgoritmes eraan bijdragen dat risico's beheerst worden.

Voor asset managers is het van belang dat zij adequaat liquiditeits- risicomanagement implementeren, onder meer op het gebied van stress tests en de beschikbaarheid van liquiditeitsmanagement-instrumenten (LMT's). Door de hoge volatiliteit en onzekerheid op financiële markten lopen beheerders van beleggingsinstellingen verhoogde liquiditeitsrisico's vanuit uitstroom van vermogen en margeverplichtingen. Het is van belang dat zij deze risico's beheersen en passende maatregelen treffen. Naast de beschikbaarheid van LMT's is het regelmatig uitvoeren van stress tests een belangrijk onderdeel van het risicomanagement. De AFM deelde eerder al aandachtspunten over liquiditeitsstress tests. Zo is het nuttig om naast historische stress scenario's ook hypothetische scenario's door te rekenen. In de huidige volatiele omgeving nemen staatrisico's namelijk toe en zijn toekomstige marktschokken mogelijk groter dan eerder is voorgekomen. Voor pensioenfondsen is daarnaast het risico van margeverplichtingen op derivatenposities relevant. Hoewel zij tijdens periodes van marktstress de afgelopen jaren hebben kunnen voldoen aan forse margeverplichtingen, is de beschikbaarheid van liquiditeit op geldmarkten daarbij een vereiste. Daarbij speelt ook dat vanwege de transitie naar het nieuwe pensioenstelsel veel fondsen hun renteafdekking hebben verhoogd.

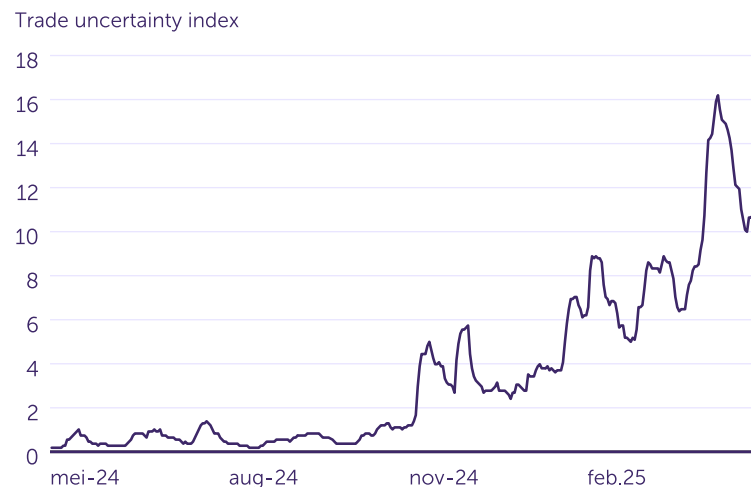
Huizenprijzen zijn verder gestegen en de betaalbaarheid ervan is verslechterd, al lijkt deze te stabiliseren. De hoge vraag naar woningen en het achterblijvende aanbod blijft daarbij bepalend. Voor huishoudens is een te hoge hypotheekschuld een risico omdat zij hierdoor de lasten mogelijk niet meer kunnen betalen. Dit wordt deels gemitigeerd door vastgezette hypotheekrentes. De totale hypotheekschuld in Nederland is weliswaar toegenomen de afgelopen jaren, als percentage van het BBP neemt deze juist af. Het gedrag van kredietverstrekkers, adviseurs en taxateurs moeten voorkomen dat de woningmarkt verder oververhit raakt. Om meer inzicht te krijgen in de kwaliteit van taxaties zou het goed zijn om hier nader onderzoek naar te laten doen. Ook zou het kunnen helpen om het biedproces transparanter te maken, bijvoorbeeld middels het biedlogboek. Tot slot spelen er klimaatrisico's op de huizenmarkt, zoals het risico op funderingsschade, die mogelijk onvolgende worden ingeprijsd. Het is daarom belangrijk dat huishoudens zich goed laten informeren. De huidige dynamiek op de huizenmarkt zorgt er echter voor dat er meer wordt overboden en er geen voorbehoud op financiering of een bouwkundige keuring wordt opgenomen.

2. Algemene trends en risico's

2.1 Geopolitieke en macro-economische ontwikkelingen

Geopolitieke risico's zijn de afgelopen jaren toegenomen als gevolg van conflicten en internationale politieke ontwikkelingen, resulterend in verhoogde risico's voor de financiële stabiliteit. Op 2 april kondigde de Amerikaanse president Trump forse handelstarieven aan tegen bijna elk land wereldwijd. Door Trump is deze dag uitgeroepen tot "Liberation Day". Voor de EU is een tarief van 20% ingesteld, wat nog relatief laag is vergeleken met andere landen. Zo werd voor China aanvankelijk een tarief van 34% afgekondigd, bovenop de al geldende 20%. Dit leidde tot een verdere escalatie van de handelsoorlog tussen China en de VS, waarbij beide landen de handelstarieven verder verhoogden.

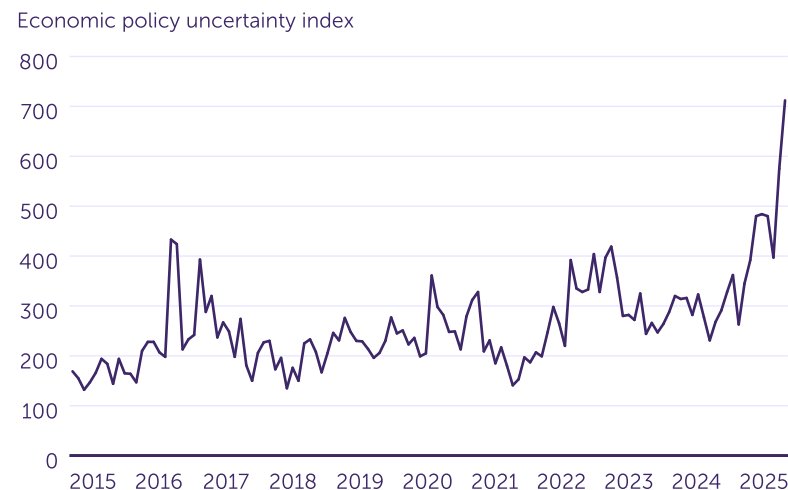
Figuur 1: Twijfels over tariefbeleid blijven op onhoudbaar niveau, zoals gemeten door de Bloomberg Trade Uncertainty Index.



Bron: Bloomberg.

Uiteindelijk werden de handelstarieven grotendeels uitgesteld met 90 dagen (een minimumtarief van 10% bleef wel in stand), behalve voor China. Het handelsbeleid van de Amerikaanse regering zorgt voor veel onzekerheid op gebied van zowel handel als economisch beleid (Figuur 1 en 2)¹ en het draagt bij aan geo-economische fragmentatie. Daarnaast heerst er met de voortdurende oorlog in Oekraïne, de situatie in het Midden-Oosten en in de Zuid-Chinese Zee ook veel onrust in de wereld op gebied van conflicten. De inzet van handelsbeperkende maatregelen door de VS, de verdere escalatie hiervan door tegenreacties van andere landen en lopende conflicten zetten de relaties op scherp en zullen negatieve invloed hebben op de reële economie. De risico's voor financiële stabiliteit zijn hierdoor toegenomen.

Figuur 2: Als gevolg van geopolitieke risico's neemt ook de onzekerheid over economisch beleid in Europa toe.



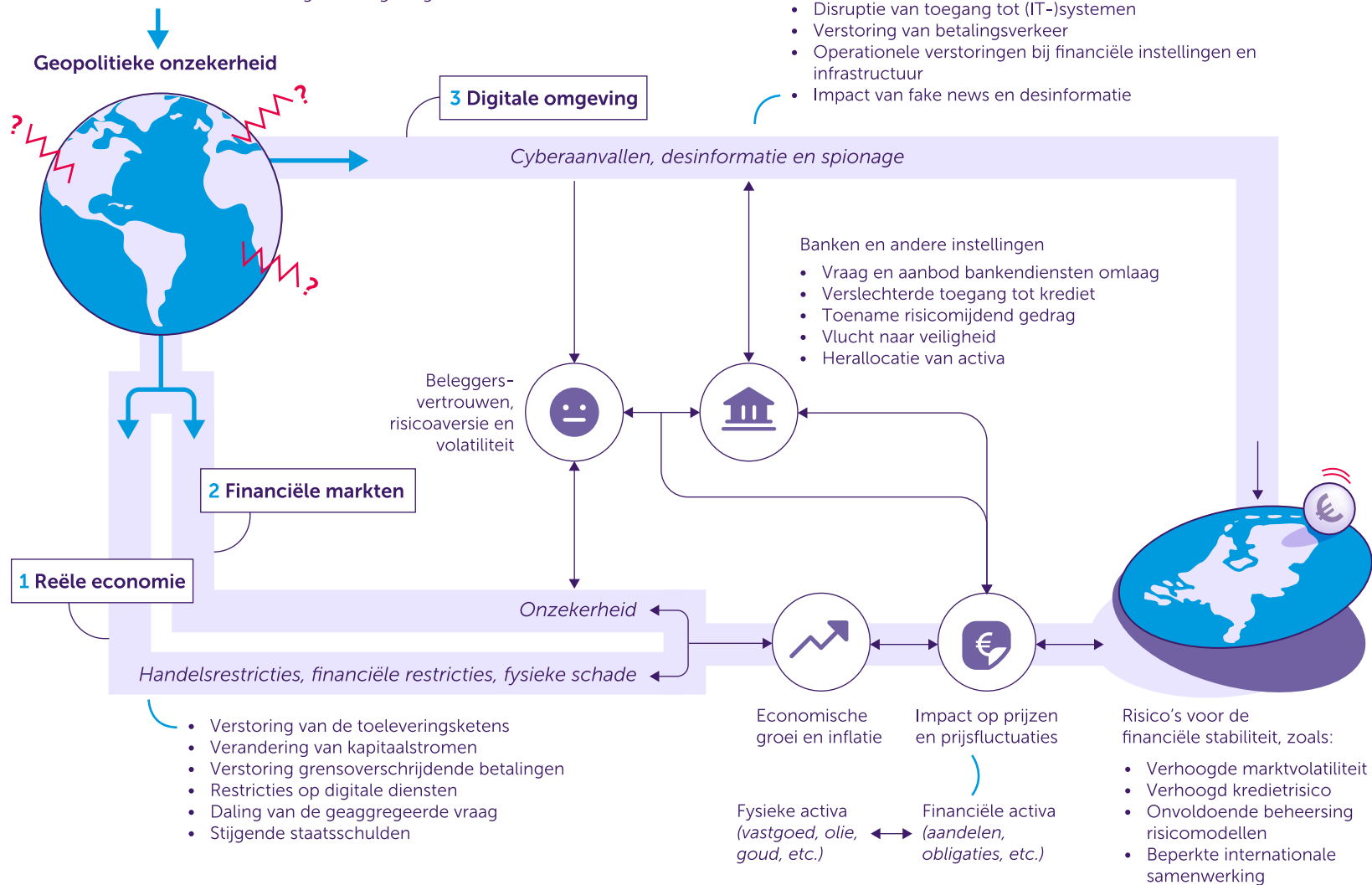
Bron: Bloomberg.

¹ De afsluitdatum voor het meenemen van relevante informatie is 7 mei 2025. Alle grafieken in het rapport zijn voor het laatst geüpdatet op 1 mei 2025.

Geopolitieke ontwikkelingen kunnen resulteren in risico's voor de financiële stabiliteit, doordat zij de economische groei en inflatie (verwachtingen) beïnvloeden en leiden tot onzekerheid en volatiliteit op de financiële markten. Er kan onderscheid gemaakt worden in drie risicokanalen: (i) het reëel economisch kanaal, (ii) het financiële markten kanaal, en (iii) de digitale/ operationele omgeving (Figuur 3). In het reëel economisch kanaal hebben handelsrestricties, financiële restricties en fysieke schade door conflicten impact op economische groei en inflatie(verwachtingen), doordat het o.a. toeleveringsketens en kapitaalstromen verstoort. Via het financiële markten kanaal creëren geopolitieke risico's onzekerheid die impact heeft op beleggersvertrouwen, risicoaversie en volatiliteit. Beide kanalen hebben vervolgens impact op prijzen van financiële en fysieke activa, die vervolgens weer een versterkend effect kunnen hebben in de economie. Uiteindelijk kan dit resulteren in risico's voor de financiële stabiliteit, doordat het o.a. leidt tot verhoogde marktvolatiliteit, druk op solvabiliteit en liquiditeit van financiële instellingen, voortwoekerende schokken door onderling verbonden financiële systemen en doordat risico's onvoldoende worden beheerst in de risicomodellen. Via het digitale/ operationele kanaal kunnen geopolitieke risico's via cyberaanvallen en desinformatie resulteren in materiële en operationele schade en disruptie. Dit kan vervolgens weer impact hebben op beleggersvertrouwen, risicoaversie en volatiliteit (zie ook 2.2).

Figuur 3: Conceptueel raamwerk geopolitieke risico's.

De huidige geopolitieke onzekerheden kunnen doorwerken op de financiële stabiliteit via drie kanalen: de reële economie (1), de financiële markten (2) en de digitale omgeving (3).



Bron: gebaseerd op IMF.

De geopolitieke ontwikkelingen zullen een wissel gaan trekken op de wereldwijde economie. Vorig jaar was de mondiale BBP-groei nog 3,2%. In Nederland bedroeg de BBP-groei 1%, ongeveer gelijk aan het gemiddelde in de eurozone. Vanwege de geopolitieke spanningen zijn ramingen voor 2025 en 2026 naar beneden bijgesteld en erg onzeker geworden.² Er heersen grote zorgen over een mondiale recessie. Handelsrestricties zorgen voor verstoringen in kapitaal- en handelsstromen, wat een negatieve impact heeft op groei en inflatie. Volgens een studie van het CPB valt de Nederlandse bbp-groei door de handelstarieven in 2025 met 0,4 procentpunt lager uit en in 2026 met 0,6 procentpunt.³ De hoge mate van onzekerheid zorgt er tevens voor dat investeringsbeslissingen worden uit- of afgesteld, risicopremies oplopen – waardoor het aantrekken van kapitaal duurder wordt voor bedrijven – en dat consumenten meer sparen en minder uitgeven. Veranderingen in groei- en inflatieverwachtingen werken ook door in de verwachtingen omtrent de winstgevendheid van bedrijven. Dit zal resulteren in aanpassingen in waarderingen van activa, valuta en krediet.

Inflatie ligt in Nederland nog hoog ten opzichte van de eurozone, en vanwege de ingestelde handelsbarrières zijn de verwachtingen onzekerder geworden. Sinds de piek van meer dan 10% eind 2022 is de HICP-inflatie in de eurozone geleidelijk gedaald naar 2,2% in april 2025. De Nederlandse HICP-inflatie, volgens een snelle raming, lag in april met 4,1% nog een stuk hoger.⁴ Een handelsoorlog met brede importtarieven verhoogt prijzen van geïmporteerde producten, waarmee de inflatie wordt aangewakkerd. De impact hiervan zal vooral in de VS voelbaar zijn. In de eurozone speelt mee dat een sterkere euro t.o.v. de dollar, zwakkere economische groei en de lagere wereldwijde energieprijzen door hogere recessierisico's juist een dempend effect op de inflatie kunnen hebben. Dit, in combinatie met verslechterde groeiverwachtingen, was voor de ECB reden om de rente in april te verlagen met 0,25 procentpunt.

In het licht van de geopolitieke risico's vormen de hoge staatsschulden van sommige EU-lidstaten mogelijk een risico voor de financiële stabiliteit. De noodzaak van hogere defensieuitgaven kan tot verder

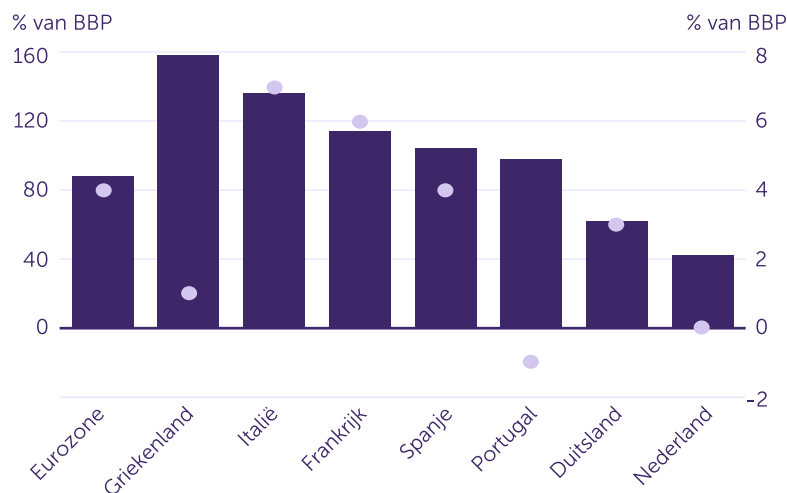
oplopende schulden leiden. Veel eurolanden hebben al een schuld van ruim boven de 60% van het BBP en/of een begrotingstekort van boven de 3% (Figuur 4). Hoge schuldposities bij oplopende rentes kunnen ervoor zorgen dat landen hun financieringslasten niet meer kunnen dragen. Daarnaast heeft een hoge staatsschuld mogelijk negatieve impact op de macro-economische omgeving in Europa, wat kan doorwerken op financiële markten. Zo hebben financiële instellingen, met name banken, vaak veel staatsobligaties op de balans staan. Wanneer de rente op staatsobligaties stijgt, daalt de waarde ervan, waardoor dit de balansen van instellingen kan raken.

De forse investeringsplannen van Duitsland en de Europese Commissie kunnen de economische groei een positieve impuls geven, maar ook resulteren in meer opwaartse risico's. De begrotingsplannen van de nieuwe aankomende Duitse regering bedragen EUR 500 miljard, die bestemd zijn voor infrastructuur en klimaatmaatregelen. Ook is de Bondsdag akkoord gegaan met een versoepeling van de Duitse begrotingsregels, waardoor er meer geleend kan worden om te investeren in defensie. De Europese Commissie wil daarnaast EUR 800 miljard vrijmaken om Europa te herbewapenen. Deze stevige koerswijziging, en de daarmee gepaard gaande mogelijke schuldtoename, heeft er echter wel voor gezorgd dat de Duitse staatsrente in maart plotseling omhoog schoot. Staatsrentes van andere lidstaten liepen vervolgens ook op omdat deze vaak ten opzichte van de Duitse rentecurve worden geprijsd. Spreads, verschillen in staatsrentes tussen lidstaten, zijn daardoor niet direct beïnvloed. Dit was wel het geval na de politieke crisis in Frankrijk eind vorig jaar. De Frans-Duitse spread liep toen op tot boven de 0,8 procentpunt (Figuur 5). Nadat Trump de handelstarieven had aangekondigd is de Duitse staatsrente weer gedaald tot het niveau van vóór de begrotingsaankondiging. Het economische beleid van Amerika heeft geresulteerd in zorgen over de Amerikaanse staatsschuld en daarmee staat de status van 'veilige haven' van Amerikaanse staatsobligaties ter discussie en worden Duitse staatsobligaties als veiliger gezien (zie ook paragraaf 3.1).

² IMF (2025). [World Economic Outlook](#).

³ CPB (2025). [Economische effecten van importheffingen](#).

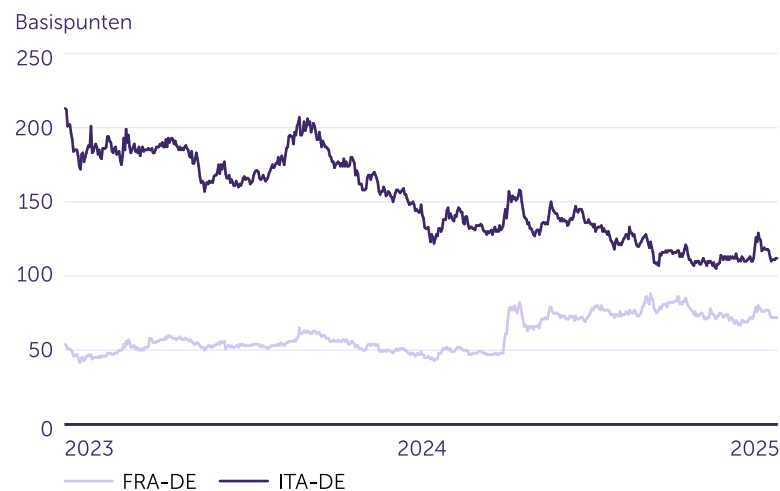
⁴ CBS (2025). [Inflatie in april 4,1 procent bij snelle raming](#).

Figuur 4: Gemiddelde staatsschulden in de eurozone ruim boven de 60%.

Bron: Eurostat.

Geopolitieke risico's kunnen de financiële markten destabiliseren door toegenomen onzekerheid, potentiële kapitaalsbeperkingen en sancties. De plotselinge aankondiging van forse handelstarieven door de VS en de onvoorspelbaarheid ervan zorgden voor forse volatiliteit op financiële markten, een toename in risicoaversie en *flight-to-safety* gedrag van beleggers (zie 3.1). Hoewel onzekerheid niet nieuw is voor financiële markten en kan worden ingeprijsd, zorgt de huidige situatie ervoor dat dit tot meer schoksgewijze koersbewegingen leidt. Zo komt ook de financiële stabiliteit in het geding. Daarnaast kan een toename in risicomijdend gedrag leiden tot verminderde toegang tot krediet, wat vervolgens via lagere investeringen doorwerkt in economische groei. Halverwege april is de rust enigszins teruggekeerd op markten, onder meer vanwege het tijdelijk uitstellen van een groot deel van de handelstarieven. De onzekerheid is echter niet weg, waardoor de volatiliteit nog steeds op een hoger niveau ligt dan vóór de aankondiging van handelstarieven.

5 DNB (2025). [Nederland belegt voor zo'n € 3500 miljard.](#)

Figuur 5: Convergentie van Franse en Italiaanse spreads.

Bron: Bloomberg.

Nederlandse financiële instellingen en huishoudens hebben door hun blootstelling aan activa uit de VS te maken met de risico's van onzekerheid. Zo beleggen pensioenfondsen in totaal voor bijna EUR 500 miljard in de VS (van de EUR 1.568 miljard totaal in lange termijn-beleggingen). Voor Nederlandse beleggingsinstellingen geldt dat ca. EUR 126 miljard (26% van de netto activa) in Noord-Amerika wordt belegd. Specifiek voor aandelenfondsen ligt dit hoger, 40% van hun netto activa is in Noord-Amerika belegd. Beleggingen in beurs-genoteerde aandelen van Nederlandse bedrijven, instellingen en huishoudens zijn voor bijna driekwart in bedrijven buiten het eurogebied belegd, voornamelijk in Amerikaanse instellingen, zoals grote tech-bedrijven als NVIDIA, Apple en Microsoft.⁵

De huidige geopolitieke ontwikkelingen en de afhankelijkheid van Amerikaanse (financiële) infrastructuur onderstrepen het belang van Europese samenwerking en verdere ontwikkeling van de Europese kapitaalmarkten. De aankondiging van de Amerikaanse handelstarieven worden door veel economen gezien als slecht economisch beleid.

Vanuit het perspectief van economisch staatsmanschap – waarbij economische middelen gebruikt worden om doelen op het gebied van buitenlandsbeleid of nationale veiligheid te bereiken – zijn zij beter te verklaren.⁶ Vanuit dit perspectief is afhankelijkheid van Amerikaanse financiële instellingen en infrastructuur een kwetsbaarheid.⁷ De Nederlandse financiële sector is sterk verweven met de VS. Nederlandse pensioenfondsen en huishoudens beleggen veel in Amerikaanse aandelen, Amerikaanse financiële instellingen zijn belangrijke dienstverleners in Europa en Nederland is in belangrijke mate afhankelijk van Amerikaanse technologie. Wereldwijde kapitaalmarkten leunen ook veel op de dollar als reservevaluta en Amerikaanse staatsobligaties worden als zeer liquide en veilige haven belegging gezien. Hier kan verandering in komen door de koerswijziging van de VS, wat mogelijk gepaard gaat met stabiliteitsrisico's. De marktonrust van maart 2020 liet bijvoorbeeld zien dat de beschikbaarheid van dollar swaplijnen met de Fed cruciaal is voor Europese instellingen. Als de onafhankelijkheid van de Fed geen gegeven meer is, en zulke instrumenten mogelijk als drukmiddel worden ingezet, kan dit grote consequenties hebben voor de financiële stabiliteit in Europa.

Betere Europese samenwerking en verdere verdieping van de Europese kapitaalmarkt, zoals beschreven in het Draghi rapport⁸, is nodig om de afhankelijkheid van de VS te verminderen. Een gezamenlijke toezichts aanpak met de autoriteiten van de VS is niet langer vanzelfsprekend. De AFM is daarom een groot voorstander van het bevorderen van de Spaar- en Investeringsunie (SIU) als hoeksteen voor het stimuleren van economische groei en financiële stabiliteit in de EU. Een goed functionerende SIU zal (i) marktfinanciering aantrekken en een concurrerender financieel ecosysteem bevorderen, (ii) gelijke concurrentievoorwaarden creëren door middel van consistent toezicht en geharmoniseerde regelgeving, (iii) de financiële stabiliteit van de EU vergroten door financieringsbronnen te diversifiëren, en (iv) Europa's strategische autonomie op de mondiale markten versterken.

6 *Forging a positive vision of economic statecraft* – Atlantic Council. Zie ook *Macrostrategy versus "Grand Macro Strategy"* – Rabobank voor een verdiepende uitleg over economische staatsmanschap en de instrumenten die hierbij gebruikt kunnen worden.

7 Hellendoorn, E. (2025). Finance, Strategy and European Autonomy. *Survival*, 67(1), 99–122. <https://doi.org/10.1080/00396338.2025.2459014>.

8 The European Commission (2024). *The Draghi report on EU competitiveness*.

9 CBS (2024). *Cybersecuritymonitor 2023*.

10 ENISA (2025). *ENISA Threat Landscape: Finance Sector*. January 2023 to June 2024.

2.2 Digitalisering

Door toenemende digitalisering is cyberveiligheid cruciaal geworden, ook in het licht van oplopende geopolitieke risico's.

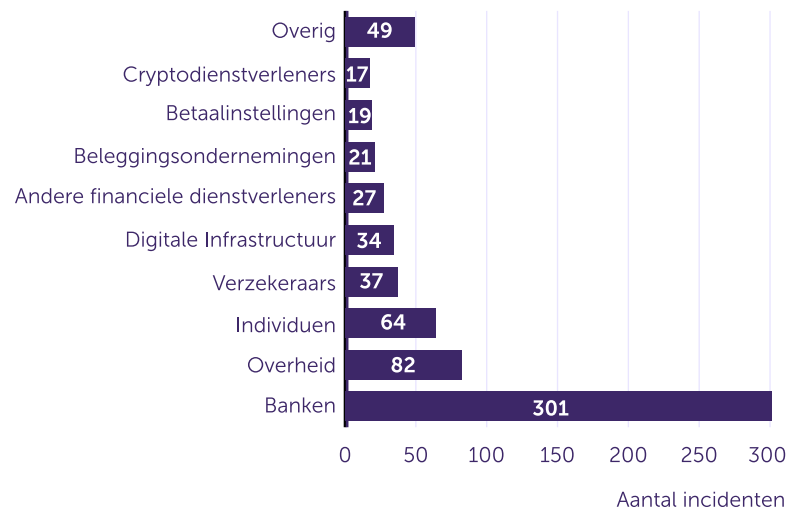
Vanwege de grotere afhankelijkheid van IT-systemen kunnen cyberincidenten grote gevolgen hebben voor de financiële sector. Cijfers van de CBS-cybersecuritymonitor laten zien dat grote bedrijven (>250 werknemers) en bedrijven uit de financiële dienstverlening het vaakst slachtoffers zijn van cyberaanvallen. Ook blijkt dat de kosten vaak hoger liggen bij financiële instellingen. Hoewel in 2022 de totale kosten van cyberaanvallen van buitenaf zijn gedaald, had een groter aandeel van de getroffen financiële instellingen te maken met relatief hoge kosten tussen de 5% en 10% van de omzet.⁹ Grootschalige cyber-risico's kunnen de financiële stabiliteit bedreigen, bijvoorbeeld doordat essentiële onderdelen van het financiële systeem, zoals het betalings-systeem of handelsinfrastructuur (bijvoorbeeld handelsplatformen of clearing en settlement), platgelegd worden. In de financiële sector zijn banken het vaakst doelwit van cyberaanvallen.¹⁰ Daarnaast worden ook overheidsinstanties en individuen vaak geraakt (Figuur 6).

Daarnaast bestaan er grote afhankelijkheden op gebieden als clouddienstverlening waarbij een beperkt aantal derde partijen diensten verleent aan een groot aantal financiële instellingen.

Cyberincidenten bij zulke partijen kunnen daardoor brede impact hebben op de financiële sector. Dit kan grote financiële en economische gevolgen hebben en raakt zowel consumenten als financiële instellingen. Daarnaast bestaat er in Europa ook een grote afhankelijkheid van Amerikaanse clouddienstverleners op gebied van dataopslag. Veel data van Europese burgers, bedrijven en overheden staat opgeslagen op servers in de VS. In het huidige geopolitieke klimaat, met name de verandering in het buitenlandbeleid van de VS, kan dat een risico zijn die de strategische autonomie van Europa beperkt.

Daarbij speelt ook dat Europa in het bestrijden van digitale aanvallen vanuit Rusland een belangrijke partner dreigt kwijt te raken nu de VS offensieve cyberoperaties jegens Rusland heeft opgeschort.¹¹

Figuur 6: Vooral banken zijn doelwit van cyberaanvallen. Daarnaast ook overheidsinstanties en individuen in de top 3.



Bron: European Union Agency for Cybersecurity (ENISA).

De snelle technologische ontwikkelingen rondom artificiële intelligentie (AI) dragen mogelijk ook bij aan verhoogde stabiliteitsrisico's.

Het toenemende gebruik van AI-oplossingen kan voordelen hebben, bijvoorbeeld op het gebied van operationele efficiëntie, kostenreductie en risicomanagement. Tegelijkertijd zorgt die grotere afhankelijkheid van digitale processen ook voor verhoogde operationele risico's. Dit maakt de financiële sector kwetsbaarder voor cyberaanvallen of IT-incidenten, wat vraagt om meer aandacht voor weerbaarheid. Op kapitaalmarkten zorgt het gebruik van AI in handelsalgoritmes mogelijk voor verhoogde volatiliteit en kuddegedrag (zie 3.4). AI-toepassingen vragen daarnaast om meer aandacht voor modelrisico in het risicomanagement van financiële instellingen.

¹¹ BBC (3 maart 2025). [Hegseth orders pause in US cyber-offensive against Russia.](#)

De 'Digital Operational Resilience Act' (DORA) zorgt ervoor dat financiële organisaties maatregelen nemen om weerbaarder te worden tegen cyberdreigingen.

DORA moet ervoor zorgen dat financiële organisaties hun ICT-risico's beter gaan beheersen en daarmee weerbaarder worden tegen cyberdreigingen en ICT-verstoringen. Sinds 17 januari 2025 moeten ondernemingen aan de regelgeving voldoen. De AFM heeft oog voor DORA-vereisten bij de beoordeling van vergunningsaanvragen, ontvangt meldingen van ICT-incidenten en van ICT-dienstverleners en voert onderzoeken uit. Daarmee versterkt de AFM het inzicht in de weerbaarheid van instellingen en de naleving van DORA. Zo wordt het Register of Information (Rol) opgevraagd, wat inzicht biedt in de ICT-dienstverleners van financiële instellingen en de structuur van de dienstverleningsketen. Hierdoor kunnen kritieke ICT-dienstverleners op Europees niveau worden geïdentificeerd en onder direct toezicht worden gesteld. Tevens zal de AFM onderzoek doen naar de naleving van regels rondom ICT-risicobeheer. DORA wordt ook getoetst bij het verstrekken van vergunningen. Verder is het van belang dat aanbieders en gebruikers van AI-toepassingen zorgdragen voor voldoende niveau van 'AI-literacy' (AI-geletterdheid) bij hun werknemers en anderen die met deze AI-toepassingen werken en er verantwoordelijk voor zijn. Dit volgt uit de Europese AI-verordening, die op 1 augustus 2024 in werking is getreden. Deze en andere maatregelen dragen bij aan de versterking van de digitale weerbaarheid van de sector.

Ook huishoudens kunnen zich voorbereiden op uitval van digitale diensten zoals het betalingssysteem, door bijvoorbeeld altijd cash achter de hand te houden.

Bij eerdere incidenten vielen de betalingssystemen van betaalproviders deels uit, vaak voor enkele minuten tot een paar uur. In april was bijvoorbeeld betaaldienstverlener Adyen doelwit van DDoS-aanvallen waardoor pinbetalingen in winkels, horeca en bij online shops tijdelijk niet mogelijk was. In Spanje en Portugal zorgde een grote stroomstoring, hoewel op het moment van schrijven een cyberaanval werd uitgesloten, er eind april voor dat pinnen op veel plekken niet mogelijk was. Een dag later was het netwerk grotendeels weer hersteld. Het is echter niet ondenkbaar dat deze systemen in de toekomst voor een langere periode niet beschikbaar zijn als gevolg

van een cyberincident. Recent waarschuwde het Nationaal Cyber Security Centrum (NCSC) voor toenemende cyberdreigingen voor de Nederlandse infrastructuur.¹² Om weerbaar te zijn tegen cyberdreigingen en andere rampen, kwam vanuit de Nederlandse en Europese politiek eerder al de oproep aan huishoudens om voor 72 uur een noodvoorraad in huis te hebben. Daarin past ook het aanhouden van contant geld.

2.3 Duurzaamheid

Risico's door klimaatverandering en de duurzaamheidstransitie kunnen aanzienlijk zijn voor de financiële sector. Fysieke risico's zoals overstromingen kunnen macro-economische impact hebben. Indirect kunnen zulke gebeurtenissen financiële impact hebben op banken, verzekeraars, pensioenfondsen en beleggingsondernemingen. Omdat klimaatdoelen met betrekking tot de opwarming van de aarde niet gehaald lijken te worden zullen klimaatrisico's toenemen. Volgens een rapport van de Verenigde Naties (VN)¹³ stevent de wereld af op een opwarming van 2,6 tot 3,1 graden met het huidige beleid en raakt het doel van 1,5 graad uit zicht zonder verdere actie. Tegelijkertijd lijkt de aandacht van (financiële) bedrijven voor klimaatverandering af te zwakken, met name in de VS. Voor Nederland en Europa blijft het van belang dat de financiële sector trouw blijft aan de klimaatcommitment. Transparante over de duurzaamheidskenmerken van ondernemingen is daarbij belangrijk. Hoewel de *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD) nog niet in nationale wetgeving is geïmplementeerd, en nieuwe Omnibusplannen¹⁴ op versimpeling zien, pleit de AFM ervoor dat ondernemingen zich blijven inzetten voor betrouwbare duurzaamheidsinformatie.¹⁵ Vertraging van de duurzaamheidstransitie zorgt voor een hogere kans op en grotere impact van materialiserende fysieke risico's in de toekomst die ook de financiële sector zullen raken. Daarom is het belangrijk dat instellingen zich bewust zijn van

de klimaatrisico's waaraan ze zijn blootgesteld en maatregelen nemen om deze risico's te beheersen. Daarnaast spelen er transitierisico's voor financiële instellingen als gevolg van nieuw klimaatbeleid, bijvoorbeeld op gebied van beleggingen in fossiele brandstoffen. Consumenten worden o.a. via de huizenmarkt geraakt door klimaatrisico's (zie 5.2).

In de transitie naar een groene economie speelt de financiële sector een rol in het financieren van duurzame investeringen.

De markt voor duurzame obligaties zet nog altijd een groeiende trend voort. De Europese markt groeide in 2024 naar een omvang van EUR 2,2 biljoen. In Nederland werden ook meer groene obligaties uitgegeven. Eind 2024 stond de uitgifte op EUR 260 miljard (Figuur 7). ESG-investeringen via beleggingsfondsen lopen echter iets terug. Zo is er sprake van netto uitstroom bij fondsen die geclassificeerd zijn volgens artikel 9 van de *Sustainable Finance Disclosure Regulation* (SFDR), die aangeeft dat het fonds duurzame beleggingen als doel heeft. Instroom in fondsen geclassificeerd als artikel 8 (promoot duurzame kenmerken zonder ze als doelstelling te hebben) en artikel 6 (geen duurzame kenmerken) is daarentegen positief.¹⁶ Een verminderde belangstelling van beleggers voor groene investeringen zou negatief kunnen zijn voor de financiering die bedrijven kunnen ophalen voor verduurzaming. Aan de andere kant merkt ESMA op dat er juist groeiende belangstelling is voor transitieproducten. Dit zijn beleggingen die specifiek gericht zijn op het financieren van transitieplannen van bedrijven en vallen vaak onder artikel 8 van de SFDR i.p.v. artikel 9.¹⁷

12 FD (30 april 2025). [NCSC over stroomuitval: 'De risico's zijn groot en nemen alleen maar toe'](#).

13 UNEP (2024). [Emissions Gap Report 2024](#).

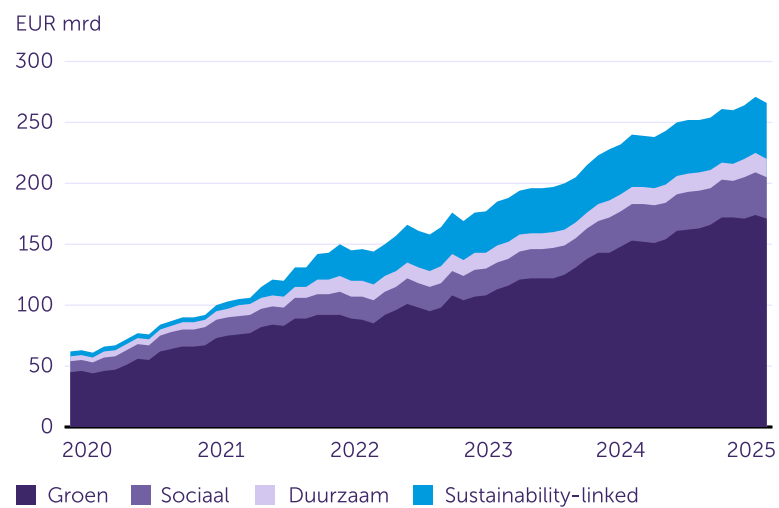
14 Het Omnibusvoorstel van de Europese Commissie beoogt een vereenvoudiging en stroomlijning van duurzaamheidsregels. Hierdoor vermindert naar verwachting het aantal beursgenoteerde ondernemingen dat onder de CSRD zal vallen - en dus onder het verslaggevingstoezicht van de AFM.

15 AFM (2025). [Omnibusvoorstel beperkt CSRD-verplichtingen, AFM handhaaft ingroeipad](#).

16 ESMA (2025). [TRV Risk Monitor](#). No.1 2025.

17 ESMA (2024). [TRV Risk Monitor](#). No. 2 2024.

Figuur 7: Grootste deel van de uitgifte van Nederlandse duurzame obligaties wordt geclassificeerd als groen. Aandeel sustainability-linked obligaties neemt toe.



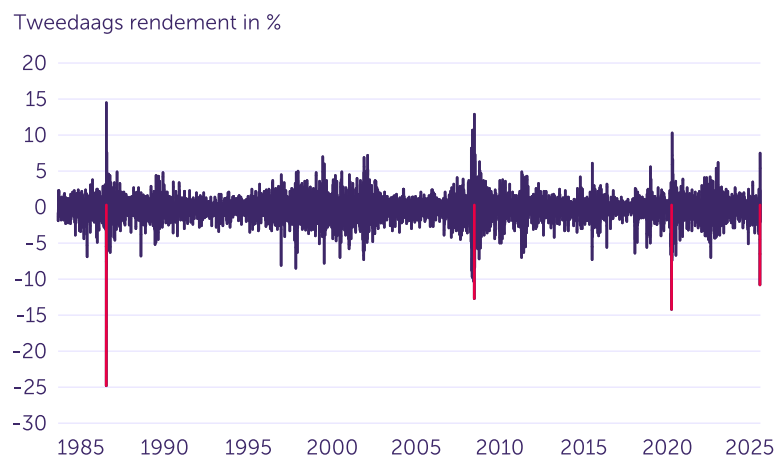
Bron: DNB.

3. Risico's en trends op de kapitaalmarkten

3.1 Algemene trends en ontwikkelingen

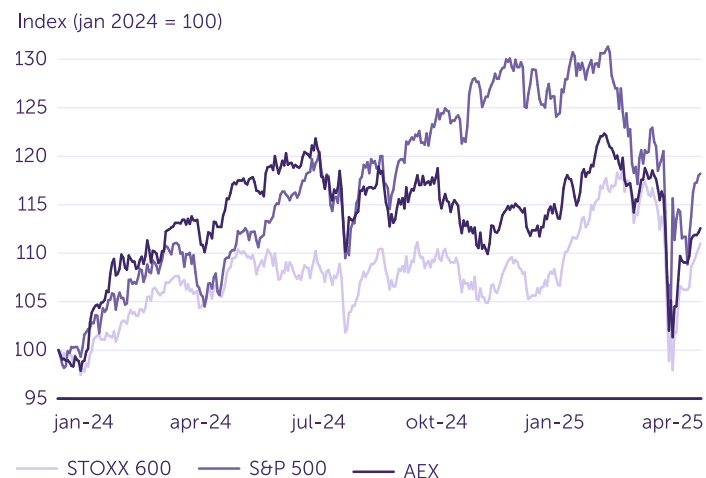
Sinds april staan wereldwijde aandelenmarkten in het teken van handelstarieven, waardoor een groot deel van de eerder behaalde winsten in 2024 en begin 2025 zijn verdampt. Europese aandelenindices waren begin 2025 opgelopen tot recordniveaus. Op 2 april sloeg het sentiment om door de aankondiging van importtarieven door Amerikaanse president Trump. De hoogte van de heffingen en de tegenmaatregelen van andere landen leidde tot een herziening van de economische vooruitzichten, met als gevolg een scherpe marktcorrectie en toegenomen volatiliteit. Wereldwijd verloren aandelenbeurzen

Figuur 8: Tweedaagse verlies tijdens onrust *Liberation day* op 4 na grootste sinds 1985.



binnen één week een aanzienlijk deel van het rendement dat zij het jaar ervoor hadden opgebouwd. Zo verloor de Amerikaanse S&P 500 na de aankondiging op "Liberation Day" 10,5% – een verlies dat deze eeuw slechts twee keer eerder is voorgekomen (Figuur 8). De S&P 500 leverde tussen 2 en 8 april uiteindelijk 12% in, de Europese Stoxx 600 verloor ook ruim 12% en de AEX viel in dezelfde periode terug met meer dan 11%. De S&P 500 bevond zich daarmee op het niveau van halverwege 2024, terwijl de Stoxx 600 en de AEX waren teruggezaakt naar niveaus van begin 2024 (Figuur 9). Sindsdien zijn koersen weer gedeeltelijk hersteld.

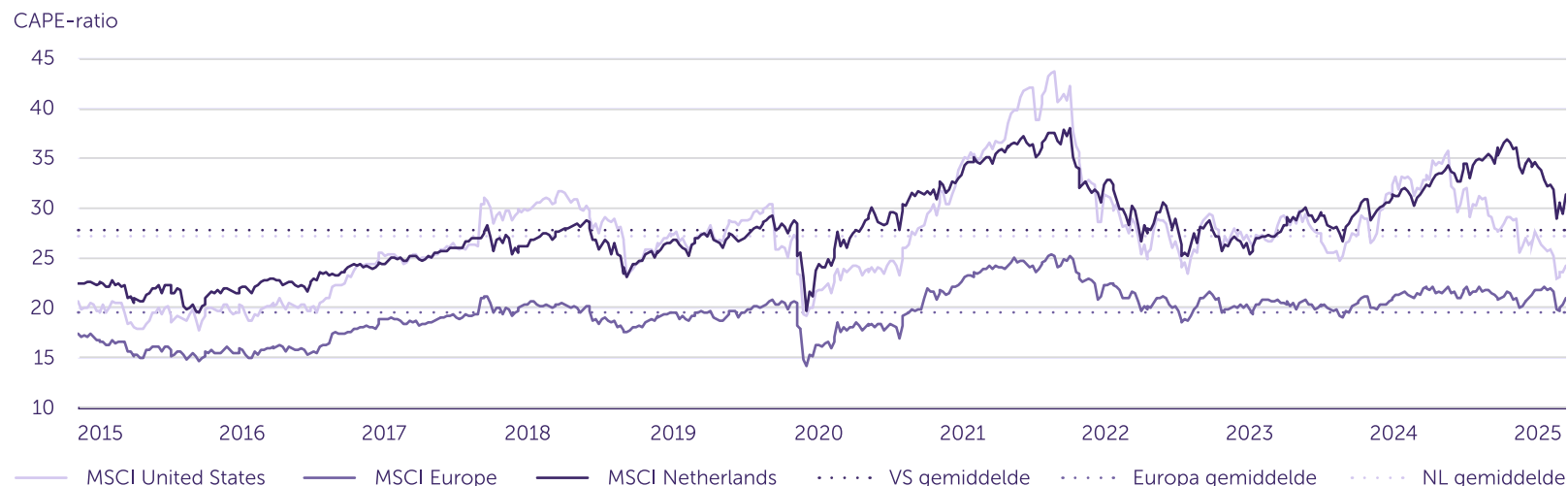
Figuur 9: Aankondiging importheffingen leidde tot aanzienlijke marktcorrecties.



Door de recente koersdalingen zijn aandelenwaarderingen in Europa teruggezakt tot hun tienjarige gemiddelden, terwijl aandelenwaarderingen in de VS nog steeds hoog blijven. Als gevolg van de aangekondigde handelstarieven werden aandelen fors afge- waardeerd. De cyclisch aangepaste PE-ratio (CAPE)¹⁸ – een maatstaf voor de hoogte van waarderingen – ligt voor Europese en Nederlandse aandelen inmiddels onder het tienjarige gemiddelde (Figuur 10). Voor Nederlandse aandelen betalen beleggers momenteel ongeveer EUR 23 per euro winst, tegenover bijna EUR 33 een jaar geleden.¹⁹ De Amerikaanse CAPE-ratio is afgenomen van 35 naar circa 30, die van Europese aandelen van 21 naar 19. De Nederlandse CAPE ligt relatief hoog ten opzichte van andere Europese landen door het grote gewicht van technologiebedrijven met doorgaans hogere P/E-ratio's.

Hierdoor lijkt de index qua samenstelling meer op de Amerikaanse, met bijbehorende waarderingen. Tegelijkertijd daalde de Nederlandse CAPE sneller, doordat technologieaandelen – zoals ASML – al vóór “Liberation Day” onder druk stonden. ASML verloor, mede door exportbeperkingen naar China, bijna 40% ten opzichte van een jaar geleden. Door het grote gewicht van ASML in de Nederlandse indices is deze daling snel terug te zien. Hoewel waarderingen wereldwijd nu meer in lijn liggen met het niveau van vóór de coronapandemie, verschilt de huidige economische context aanzienlijk met die periode. Indien de aangekondigde tarieven daadwerkelijk worden ingevoerd, kan dit de winstgevendheid van bedrijven onder druk zetten, waardoor huidige waarderingen – ook in historisch perspectief – alsnog potentieel te hoog blijken.

Figuur 10: De Shiller 10-jaars PE-ratio's (CAPE) blijven in de VS, ondanks recente afwaarderingen, boven het tienjarige gemiddelde.



Bron: Bloomberg.

¹⁸ De CAPE-ratio, ook wel de Shiller P/E genoemd, geeft de verhouding weer tussen de beurskoers en de gemiddelde, voor inflatie gecorrigeerde, winst per aandeel over de afgelopen tien jaar. Het is een van de vele indicatoren die gebruikt worden om het niveau van aandelenwaarderingen te duiden. Een hoge P/E-ratio duidt erop dat beleggers hoge verwachtingen hebben van de toekomstige groei.

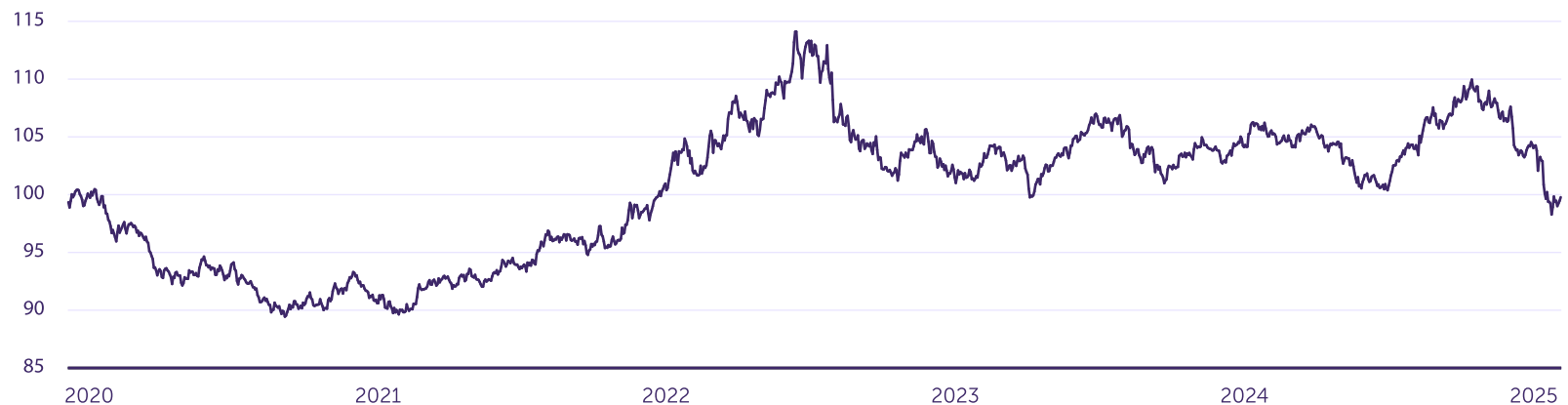
¹⁹ De genoemde CAPE-ratio's zijn gebaseerd op de MSCI-indices voor Nederland, Europa en de Verenigde Staten. De CAPE van de MSCI Netherlands index is aanzienlijk hoger dan van de AEX-index. Dit komt doordat de AEX een gemaximeerde index is, waarbij individuele bedrijven bij herweging maximaal 15% van de index uitmaken. ASML, met een relatief hoge CAPE, weegt per 31 maart circa 34% in de MSCI Netherlands index, tegenover maximaal 15% in de AEX.

De aangekondigde importheffingen verlagen niet alleen de winstgevendheid van bedrijven, maar kunnen ook kapitaalstromen beïnvloeden. Waarderingsratio's voor Amerikaanse aandelen liggen traditioneel hoger, onder meer vanwege de enorme omvang van de Amerikaanse kapitaalmarkt en het rendementsvoordeel dat Amerikaanse bedrijven lijken te produceren ten opzichte van de rest van de wereld.²⁰ Mede daardoor is de VS al geruime tijd een belangrijke bestemming voor buitenlands kapitaal, wat de hogere waarderingen versterkt. De geopolitieke en economische ontwikkelingen kunnen hierin echter verandering brengen. Het kan resulteren in een kapitaalverschuiving richting andere investeringsregio's, zoals Azië of Europa, wat uiteindelijk effecten heeft op waarderingen van verschillende financiële activa. De recente daling van de dollar is hiervoor een eerste aanwijzing (Figuur 11). Een verdere ontwikkeling van de Europese kapitaalmarkten is nodig om kapitaalstromen richting Europa goed te absorberen en te stimuleren.

Doordat politieke en economische onzekerheid hoog is reageren beleggers abrupt op nieuwe (soms onjuiste) informatie. De onzekerheid over economisch beleid is op het hoogste niveau in jaren (zie 2.1). Dit heeft geresulteerd in historische koersbewegingen, waardoor volatiliteitsindicatoren zoals de VIX (Figuur 12) zijn opgelopen tot niveaus die sinds de coronacrisis niet meer zijn waargenomen. Gezien de potentieel ingrijpende impact van de aangekondigde tarieven, reageren beleggers sterk op elke aanwijzing van wijziging in het beleid. In combinatie met de steeds snellere informatieverwerking door handelsalgoritmes (zie ook 3.4), maakt dit de markt kwetsbaar voor onjuiste informatie. Dat bleek onder meer uit de marktrally die werd veroorzaakt door een ongefundeerd bericht op sociale media over een vermeende "90-dagen pauze in tarieven". De S&P 500 stond binnen acht minuten op een winst van 5,7% en de AEX van 3,7%, maar verloren deze snel nadat bleek dat het bericht onjuist was (Figuur 13). Enkele dagen later kondigde president Trump alsnog een daadwerkelijke pauze van 90

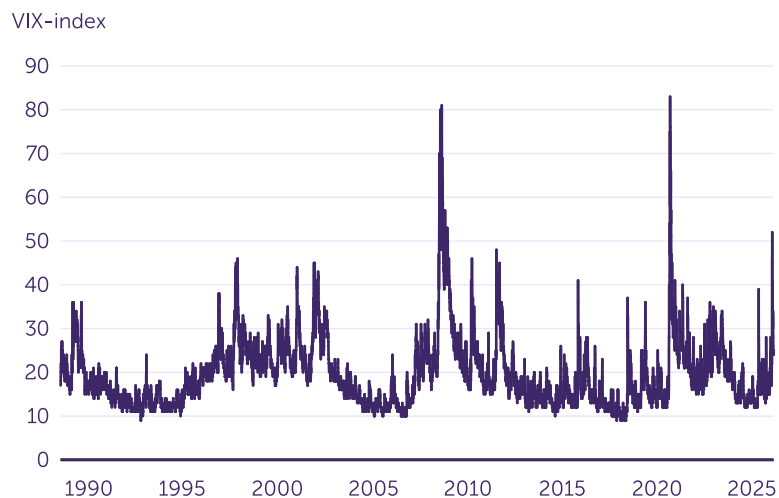
Figuur 11: Sinds begin April verloor de dollar terrein ten opzichte van een mandje wereldvaluta, gemeten op basis van de DXY dollar index.

DXY-index (2020 = 100)



Bron: Bloomberg.

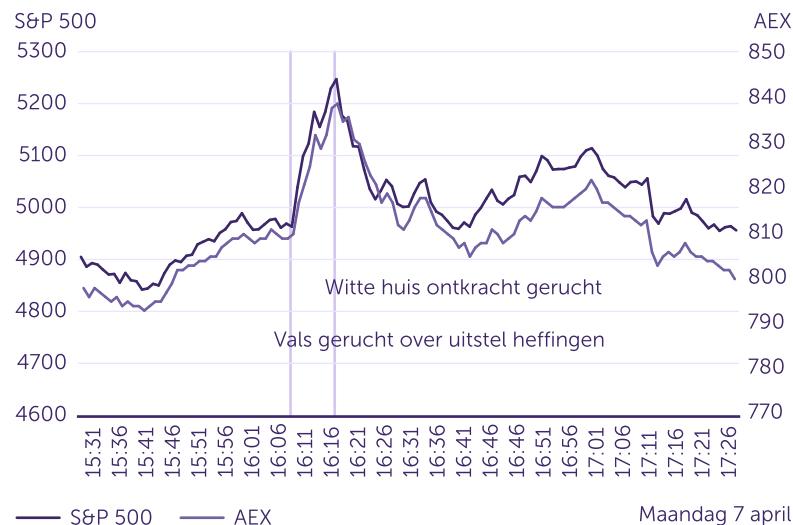
²⁰ Economist (14 oktober 2024). [Why the American stockmarket reigns supreme.](#)

Figuur 12: VIX-index op een niveau alleen gezien tijdens COVID 19 en GFC.

Bron: Macrobond.

dagen aan, waarop de S&P 500 met ruim 9% opliep. Beleggers lijken erop te anticiperen dat de uiteindelijke impact van de tarieven beperkt zal blijven, maar het is de vraag of uitstel daadwerkelijk zal leiden tot afstel. Zolang het beleid onvoorspelbaar blijft zal de volatiliteit op wereldmarkten verhoogd blijven en zijn potentiële marktcorrecties niet ver weg.

Hoge volatiliteit vergroot het risico op ontregeling binnen het financiële systeem. Snelle koersbewegingen kunnen leiden tot problemen bij marktpartijen of verstoringen in de financiële infrastructuur. Zo kan de liquiditeit afnemen, wat leidt tot bredere bied-laag spreads en hogere transactiekosten. Dat maakt het kopen en verkopen van activa door marktpartijen moeilijker en duurder. Onvoorspelbare reacties van handelsalgoritmes kunnen tijdelijke afwijkingen van Onderliggende waarden veroorzaken. Circuit breakers – tijdelijke handelsstops bij extreme koersbewegingen – moeten dit dempen en bieden beleggers ruimte om informatie te verwerken. Hoewel deze stops in normale tijden vooral voorkomen bij kleinere fondsen,

Figuur 13: Koers van AEX en S&P500 liepen in korte tijd sterk op na ongefundeerde berichten over een 90 dagen tarievenpauze.

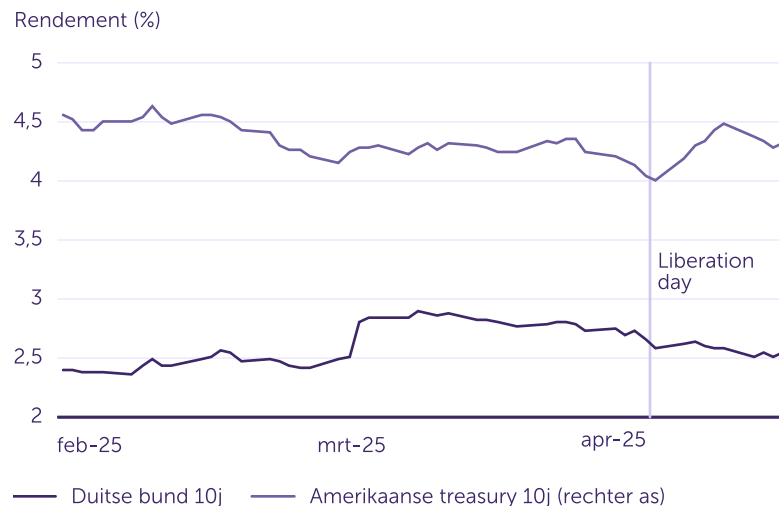
Bron: Bloomberg.

traden ze tijdens de recente verkoopgolf ook op bij grote namen. Abrupte koersbewegingen kunnen daarnaast forse margeverplichtingen veroorzaken, waardoor marktpartijen snel liquiditeit moeten aantrekken en gedwongen worden aandelen of andere activa, bijvoorbeeld obligaties, te verkopen. Tot dusver lijken markten de recente schokken goed te hebben opgevangen, zonder grote verstoringen of liquiditeitsproblemen bij financiële instellingen. Wel hebben beleggers, waaronder pensioenfondsen, aanzienlijke verliezen geleden.

De onvoorspelbaarheid van het Amerikaanse handelsbeleid en de economische impact hiervan heeft geleid tot verlies van vertrouwen in Amerikaanse staatsobligaties. Normaal gesproken zoeken beleggers bij toenemende onzekerheid juist hun toevlucht tot Amerikaanse staatsobligaties als veilige haven. Sinds begin april is het effectieve rendement op tienjaars Amerikaanse staatsobligaties fors gestegen, wat duidt op grootschalige verkoop. Hoewel het huidige rendement van circa 4,4% nog onder de piek van januari 2025 ligt, is vooral de snelheid van de stijging opvallend: een toename van meer dan

50 basispunten in één week is sinds 2001 niet meer voorgekomen. Duitse staatsobligaties lieten juist een tegenovergestelde beweging zien. Na eerdere stijgingen – ingegeven door verwachtingen van hogere overheidsuitgaven aan defensie en infrastructuur – zijn de rendementen inmiddels weer gedaald (Figuur 14).

Figuur 14: Het rendement op Amerikaanse staatsobligaties is hard gestegen, terwijl die van Duitse staatsobligaties juist blijft dalen.

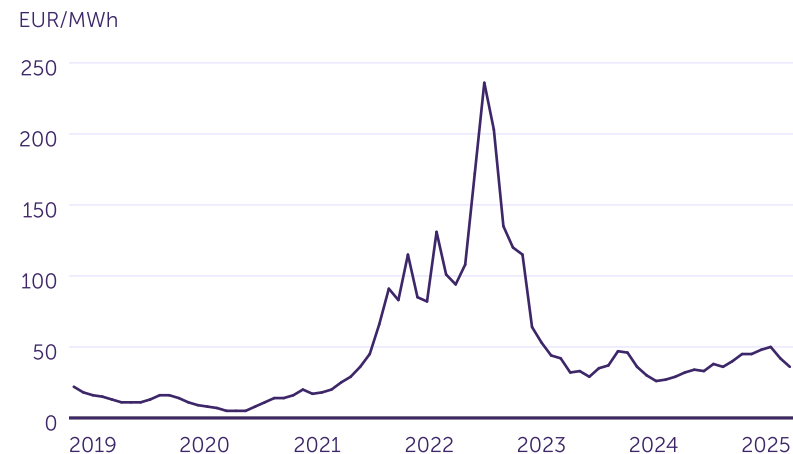


Bron: Bloomberg.

Door escalerende handelsspanningen is de gasprijs verder gedaald, al lijkt deze structureel hoger te blijven dan het niveau van vóór de gascrisis van 2022. Recent escalerende handelsspanningen hebben druk gezet op de energievraag, wat de internationale concurrentie om LNG-ladingen tijdelijk verlicht en de prijs van gas verlaagd. De gasprijs bedraagt momenteel ongeveer EUR 36 per megawattuur, terwijl deze begin van het jaar nog ongeveer EUR 41 was. Een lage gasprijs is gunstig voor het aanvullen van gasreserves, die in Europa na een koude winter uitzonderlijk laag zijn. Hoewel TTF-prijzen recent zijn gedaald, lijken gasprijzen structureel boven pre-crisisniveaus te blijven (Figuur 15). Ter vergelijking, eind 2020 was de TTF-gasprijs nog ongeveer EUR 16 per megawattuur. Sinds de start van de Rusland-Oekraïne oorlog en de daaropvolgende sancties

is de Europese gasvoorziening ingrijpend veranderd. Europa leunt nu zwaarder op vloeibaar aardgas (LNG), dat per schip wordt aangevoerd, en op Noors pijpleidinggas. De afhankelijkheid van deze bronnen maakt de markt gevoeliger voor verstoringen in de aanvoer, weersinvloeden en variaties in duurzame energieproductie, zoals wind en zon.

Figuur 15: Dalende gasprijzen door escalatie handelsoorlog.



Bron: Macrobond.

3.2 Functioneren geldmarkten

Goed functionerende geldmarkten hebben een belangrijke rol in het liquiditeitsbeheer van financiële instellingen, vooral in periodes van marktstress. Daaronder vallen de secundaire markt voor kortlopend schuld papier en de repomarkt. Voor marktpartijen is het belangrijk dat deze markten goed blijven functioneren zodat zij te allen tijde overtollige liquiditeit veilig kunnen wegzetten of juist liquiditeit kunnen aantrekken. Dit is bijvoorbeeld nodig bij het ontvangen of het voldoen van margeverplichtingen. Niet-bancaire instellingen hebben geen toegang tot een rekening bij de centrale bank en zijn dus aangewezen op geldmarkten.

Op de repomarkt waren afgelopen jaar geen signalen van marktstress.

Qua omvang is de repomarkt in 2024 ongeveer gelijk gebleven. Op het deel van de repomarkt waarbij Nederlandse marktpartijen zijn betrokken staat dagelijks ca. EUR 550 miljard uit aan transacties. Daarmee is de repomarkt een van de grootste en meest liquide geldmarkten. In eerdere jaren is het voorgekomen dat de repomarkt op kwartaal- en jaareinden niet goed functioneerde en de reporente een sterk negatieve piek liet zien. Hoewel tijdens het jaareinde van 2024 het volume iets terugliep, bleek er geen sprake van marktstress. Ook toen begin maart Europese kapitaalmarktrentes plotseling fors stegen functioneerde de repomarkt goed. Onder meer de afgenomen schaarste van hoogwaardig onderpand zorgt ervoor dat de repomarkt liquide blijft. Daarnaast zien marktparticipanten mogelijke marktstress op jaareinde aankomen en sorteren hierop voor door bijvoorbeeld langer lopende transacties te doen die over het jaareinde heen gaan.

In dit marktsegment zijn geldmarktfondsen ook van belang. In de afgelopen jaren is tijdens periodes van marktstress gebleken dat financiële instellingen aandelen in geldmarktfondsen gebruiken in hun liquiditeitsmanagement. Wanneer bijvoorbeeld pensioenfondsen te maken krijgen met forse margeverplichtingen, is het belangrijk dat deze geldmarktfondsen liquide blijven. Echter, bij grote uitstroom kunnen geldmarktfondsen mogelijk gedwongen in- en uittreding van het fonds opschorten. Dit heeft vervolgens ook impact op financiële instellingen die belegd zijn in deze fondsen. De regelgeving omtrent geldmarktfondsen (de *Money Market Fund Regulation* (MMFR)) zou daarom verbeterd kunnen worden onder andere op gebied van de liquiditeitsvereisten van geldmarktfondsen. Het verhogen van de minimale wettelijke liquiditeitsvereisten zou kunnen helpen, maar dan moeten deze wel tijdig gebruikt kunnen worden in periodes van marktstress. Daarnaast kunnen verbeterde rapportages van geldmarktfondsen nuttig zijn om systeemrisico's in dit marktsegment beter te kunnen monitoren. Tot slot is een Europese aanpak cruciaal gegeven het internationale karakter van geldmarktfondsen. De AFM, DNB en het Ministerie van Financiën hebben deze punten aangekaart in een reactie op de consultatie van de Europese Commissie over macroprudentieel beleid voor niet-bancaire financiële instellingen (NBFI)²¹.

²¹ Reactie op consultatie EC macroprudentieel beleid NBFI.

3.3 Ketenrisico

Concentratie van diensten en ketenafhankelijkheden in kapitaalmarktinfrastructuur zorgen mogelijk voor verhoogde stabiliteitsrisico's. Handelsplatformen, clearinghuizen en handelaren voor eigen rekening (HER's) vervullen belangrijke functies op kapitaalmarkten. Wanneer operationele risico's materialiseren bij deze partijen kan dit bredere impact hebben op financiële markten. Zo zijn markten afhankelijk van goed functionerende platformen waarop gehandeld kan worden. Op het moment dat er een risico materialiseert waardoor een platform uitvalt kan de ordelijke werking van markten in gevaar komen en kan dit leiden tot verliezen bij andere financiële instellingen. Trends van digitalisering en druk op de winstmarges zorgen ervoor dat concentratie van diensten bij een beperkt aantal partijen is toegenomen, waardoor ook risico's die de keten van kapitaalmarkten als geheel raken toenemen. Verder hangt dit ook samen met de mate waarin diensten kunnen worden overgenomen door andere partijen. Bij beperkte substitutiemogelijkheden zijn ketenrisico's groter.

De AFM heeft aandacht voor deze risico's en draagt in haar risico-gestuurd toezicht op de beheerste en integere bedrijfsvoering van instellingen bij aan de financiële stabiliteit. Zo heeft de AFM veel aandacht voor de (digitale) weerbaarheid van infrastructuurpartijen. Specifiek op ICT-gebied houdt de AFM toezicht op de vereisten vanuit DORA. Die moeten eraan bijdragen dat marktpartijen weerbaarder worden voor cyberrisico's en IT-incidenten. Zowel bij vergunningaanvragen als in het doorlopende toezicht kijkt de AFM naar hoe partijen hun IT-processen hebben ingericht. Wanneer partijen hun IT-processen hebben uitbesteed moet dit bij de AFM worden gemeld. Bij uitbesteding is de beheersing van daaraan verwante risico's (waaronder onderuitbesteding) belangrijk. Op deze manier worden ook ketenrisico's geadresseerd.

3.4 Gebruik van AI in handelsalgoritmen

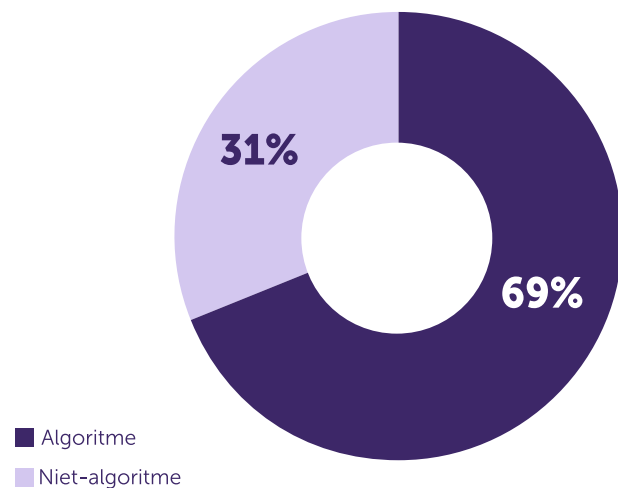
Algoritmische handel is wijdverbreid in financiële markten en varieert van eenvoudige "hard-coded" modellen tot geavanceerde artificiële intelligentie (AI)-gestuurde systemen. Deze algoritmes

worden gebruikt door diverse marktpartijen, van pensioenfondsen tot handelaren voor eigen rekening. Zij opereren op basis van vooraf gedefinieerde regels en berekeningen, vaak met minimale menselijke tussenkomst. Momenteel is op de meeste handelsplatformen circa 70 tot wel 90% van het handelsvolume in aandelen en opties algoritmisch (Figuur 16), terwijl dit percentage lager ligt bij heterogenere producten zoals obligaties. De meeste transacties van retailbeleggers die via

een broker worden doorgegeven, worden handmatig ingelegd. Bij de uitvoering van deze orders maken brokers in veel gevallen wel gebruik van algoritmes. Bij institutionele beleggers wordt het merendeel van de transacties echter zowel ingelegd als uitgevoerd door algoritmes. Door technologische vooruitgang, zoals betere beschikbaarheid van data en meer rekenkracht, zal algoritmische handel naar verwachting verder toenemen.

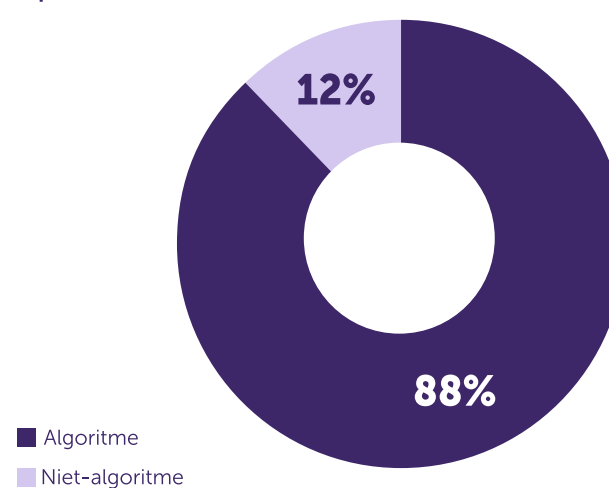
Figuur 16: Bij ruime meerderheid van transacties in aandelen en opties is op de meeste Nederlandse handelsplatformen een algoritme betrokken.

Aandelen



Bron: AFM handelsdata.

Opties



AI gerelateerde technieken kunnen de efficiëntie van kapitaalmarkten verhogen, maar brengen ook risico's met zich mee die potentieel gevolgen hebben voor de financiële stabiliteit. AI kan bijdragen aan een efficiëntere kapitaalallocatie, hogere handelsvolumes, meer liquiditeit en snellere verwerking van informatie in de prijs van aandelen. Ook kan het de risicobeheersing verbeteren en daarmee de risico's voor de financiële stabiliteit verkleinen. Daarnaast stelt AI zowel markt-deelnemers als toezichthouders in staat om financiële markten beter te monitoren. Tegelijkertijd brengt het gebruik van AI verschillende risico's met zich mee, bijvoorbeeld op het gebied van privacy, uitlegbaarheid van beslissingen en mogelijk maatschappelijk ongewenste uitkomsten. Gebruik van AI kan bovendien risico's opleveren voor de financiële stabiliteit. Zo laat onderzoek van medewerkers van de BIS zien dat het gebruik van AI op kapitaalmarkten onder andere kan leiden tot een hogere frequentie van illiquide periodes.²² Ook kan de snelheid waarmee AI (des)informatie verwerkt leiden tot abrupte marktbevingen, potentieel resulterend in *flash crashes*. Daarnaast kan AI de homogeniteit op markten vergroten, waardoor boom-bustcycli en marktstress worden versterkt, terwijl interacties tussen AI-algoritmes onvoorziene dynamieken kunnen veroorzaken die leiden tot grotere en minder voorspelbare koersschommelingen.

Handelsalgoritmes worden steeds complexer, wat beheersing van risico's kan bemoeilijken. Hoewel veel algoritmes nog steeds werken met een beperkt aantal vaste parameters, neemt zowel het aantal parameters als het gebruik van (zelflerende) AI-technieken toe. Zelflerende handelsalgoritmes passen AI-methoden toe om hun prestaties continu te verbeteren. Hierdoor kan het lastiger worden om te doorgronden waarom een algoritme bepaalde (handels)beslissingen neemt. Dit gebrek aan transparantie bemoeilijkt de beheersbaarheid en vergroot de kans dat AI-risico's zich materialiseren. Bovendien volgen zelflerende algoritmes die winst maximaliseren niet uit zichzelf de regels en kunnen ze, indien onbeheerst, onbedoeld regelgeving overtreden.²³ Financiële instellingen beheersen dan niet meer het

modelrisico in het risicomanagement van hun onderneming. De basis voor de beheersing van (model)risico's is dat medewerkers beschikken over een voldoende niveau van AI-geletterdheid ("AI literacy"), zoals ook voorgeschreven in de Europese AI-verordening, die op 1 augustus 2024 in werking is getreden.

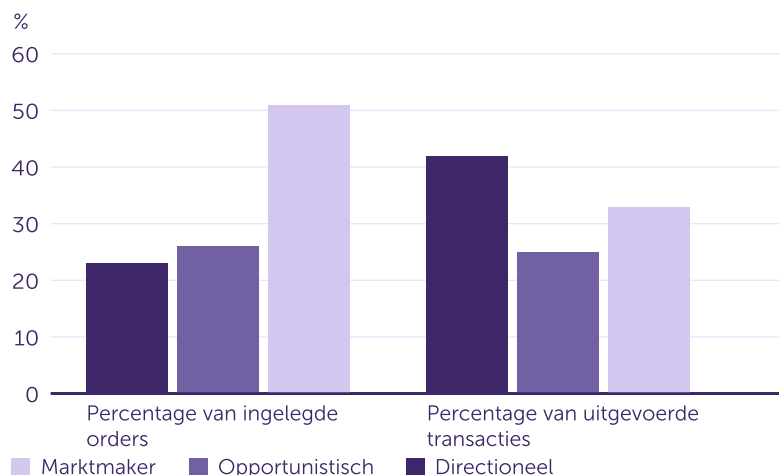
Een diepgaand begrip van AI is essentieel om de snelle ontwikkelingen bij te houden en AI-risico's te mitigeren, ook vanuit het perspectief van financiële stabiliteit. In een recent gepubliceerde studie²⁴, uitgevoerd in samenwerking met universiteiten, gebruikt de AFM handelsdata om het gedrag van handelsalgoritmen in kaart te brengen. De studie identificeert drie groepen algoritmen: (i) *directionele handelsalgoritmen*, die proberen te voorspellen waar de koers naar toe gaat om daarvan te profiteren, (ii) *opportunistische handelsalgoritmen*, die aantrekkelijk geprijsde orders uitnemen, en (iii) *marktmaker handelsalgoritmen*, die zowel koop- als verkooporders inleggen om te profiteren van de prijsverschillen daartussen. Algoritmes die orders inleggen leiden niet altijd tot daadwerkelijke transacties, een groot deel blijft onuitgevoerd of wordt ingetrokken. De meeste orders worden ingelegd door marktmaker handelsalgoritmen, terwijl directionele handelsalgoritmen het vaakst betrokken zijn bij een transactie (Figuur 17). Het is voor de AFM belangrijk te begrijpen welke handelsalgoritmen actief zijn op de Nederlandse markt, en wat hen beweegt tot het maken van koop- en verkoop-beslissingen. Deze inzichten helpen onder meer bij het detecteren van *marktmanipulatie*, waarbij begrip van de beweegredenen van algoritmen cruciaal is. Ze zijn daarnaast van belang voor het bewaken van de financiële stabiliteit, waarbij inzicht in het gedrag van — en de balans tussen — verschillende typen handelsalgoritmes onder uiteenlopende marktomstandigheden van belang is. Met name *directionele algoritmes* kunnen koersbevingen versterken, met mogelijk flashcrashes tot gevolg. *Marktmaker* algoritmes zijn belangrijk voor het bieden van liquiditeit, maar in tijden van stress is het de vraag in hoeverre deze algoritmes liquiditeit blijven leveren of zich terugtrekken.

22 Aliyes, N., Aquilina, M., Rzaev, K., and Zhu, S. (2024). *Through stormy seas: how fragile is liquidity across asset classes and time?* BIS Working Papers No. 1229.

23 Zie bijvoorbeeld onze publicatie over algoritmische collusie uit *Trendzicht 2024*.

24 Álvaro Cartea, Samuel N Cohen, Robert Graumans, Saad Labyad, Leandro Sánchez-Betancourt, Leon van Veldhuijzen, Statistical Predictions of Trading Strategies in Electronic Markets, Journal of Financial Econometrics, Volume 23, Issue 2, 2025, <https://doi.org/10.1093/jfinec/nbae025>.

Figuur 17: De meeste orders worden ingelegd door marktmaker handels-algoritmen, terwijl directionele handelsalgoritmen het vaakst betrokken zijn bij een transactie.



Bron: [Statistical Predictions of Trading Strategies in Electronic Markets | Journal of Financial Econometrics | Oxford Academic](#), tabel 12.

3.5 Verwevenheid crypto-assets

Sinds de verkiezingsoverwinning van president Trump is de cryptomarkt hard gegroeid. Crypto-beleggers zijn zeer optimistisch over een cryptovriendelijker klimaat door het beleid van de Trumpregering en de mogelijke opname van bitcoin als strategische reserve. Accountancystandaarden met betrekking tot crypto's zijn versoepeld in de VS en verschillende rechtszaken die door de SEC waren aangespannen tegen cryptopartijen zijn stopgezet. In de week na Trumps overwinning op 5 november schoot de koers van bitcoin met meer dan 30% omhoog (Figuur 18). Begin december kwam deze zelfs boven de USD 100.000 per bitcoin uit. Ook andere coins zoals ether en memecoins zoals DOGE stegen sterk in waarde. Onzekerheid over handelsoorlogen en daarmee gepaard gaande hogere rentes hebben de winsten van eind 2024 echter grotendeels tenietgedaan. De piek in de bitcoinkoers lag rond USD 105.000 maar deze is inmiddels alweer

gedaald. Daarnaast ontstond er teleurstelling over hoe de VS de strategische cryptoreserve wil invullen en vond er een zeer grote hack plaats bij cryptobeurs Bybit. Deze gebeurtenissen laten zien dat de cryptomarkt net zo hard meegaat in de macro-economische ontwikkelingen als andere hoog risico activa. Daarnaast blijft crypto een zeer volatiel product en kwetsbaar voor criminaliteit. Hoewel het nieuwe Amerikaanse beleid kan zorgen een cryptovriendelijker klimaat, is de precieze uitwerking hiervan nog onzeker. Het uitblijven van strenge regelgeving in de VS, grotere deelname in de markt van institutionele partijen kunnen op lange termijn leiden tot een grotere cryptomarkt.

Vanwege de grotere omvang van de cryptomarkt en de connecties met financiële instellingen kunnen stabiliteitsrisico's van crypto-activa toenemen. Die verwevenheid neemt toe doordat bijvoorbeeld beleggingsondernemingen crypto-etf's aanbieden en banken beginnen met het aanbieden van cryptodiensten zoals bewaring. De netto instroom in de spot bitcoin-ETF IBIT is sinds begin 2024 opgelopen tot meer dan EUR 40 miljard (Figuur 19). Onder de beleggers in IBIT zijn ook veel institutionele partijen. Verder bestaan er bedrijven zoals het Amerikaanse Strategy (van origine een softwarebedrijf, genoteerd aan NASDAQ, voorheen MicroStrategy) die grote hoeveelheden bitcoin opkopen en dit o.a. financieren door converteerbare obligaties uit te geven. Dit versterkt de interactie tussen crypto-assets en reguliere financiële producten. Inmiddels heeft Strategy meer dan 500.000 bitcoins in bezit waardoor er mogelijk ook een concentratierisico ontstaat. Volatiliteit en aanhoudend lagere cryptokoersen kunnen via deze partij beleggers in de converteerbare obligaties raken. Daarnaast kunnen gedwongen verkopen van bitcoin als gevolg hiervan marktimpact hebben. Dit voorbeeld toont de toenemende verwevenheid aan en draagt bij aan de zorg dat een crash in de cryptosector kan overslaan op traditionele financiële instellingen en markten. Tot slot neemt de complexiteit in de sector toe door onder meer rehypothecatie van crypto's (*staking*). Dit gebeurt nog niet op grote schaal maar als dit toeneemt kan een falend cryptoprotocol een domino-effect teweegbrengen.

Ook blijft de cryptosector kwetsbaar voor digitale criminaliteit.

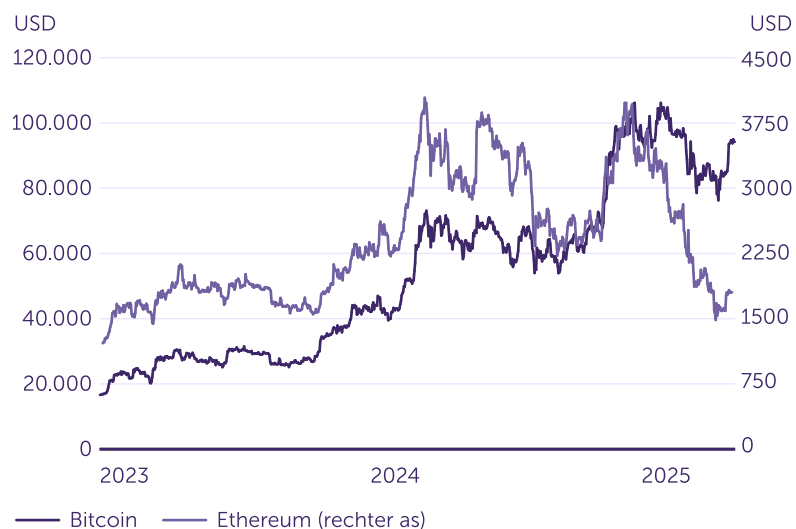
Eerder dit jaar wisten Noord-Koreaanse hackers USD 1,5 miljard aan Ether buit te maken bij cryptobeurs Bybit, de grootste cryptodiefstal

(in USD gemeten) ooit. Dit terwijl de cryptomunten op een zogenoemde 'cold wallet' (offline om hacks te voorkomen) stonden. Dit zorgde voor een ernstige deuk in het vertrouwen van crypto-beleggers, die massaal hun portefeuilles bij Bybit probeerden te liquideren. In totaal werd er ca. USD 6 miljard onttrokken van Bybit, meer dan een derde van het totaal aan beheerde crypto's. Met hulp van noodleningen van andere cryptobedrijven konden deze onttrekkingen uiteindelijk allemaal worden gehonoreerd en leidde dit niet tot een faillissement.

De nieuwe MiCAR regelgeving is sinds 30 december 2024 van kracht waardoor de AFM verschillende vergunningsaanvragen ontvangt. Het onder toezicht brengen van aanbieders van cryptoactivadiensten, zoals

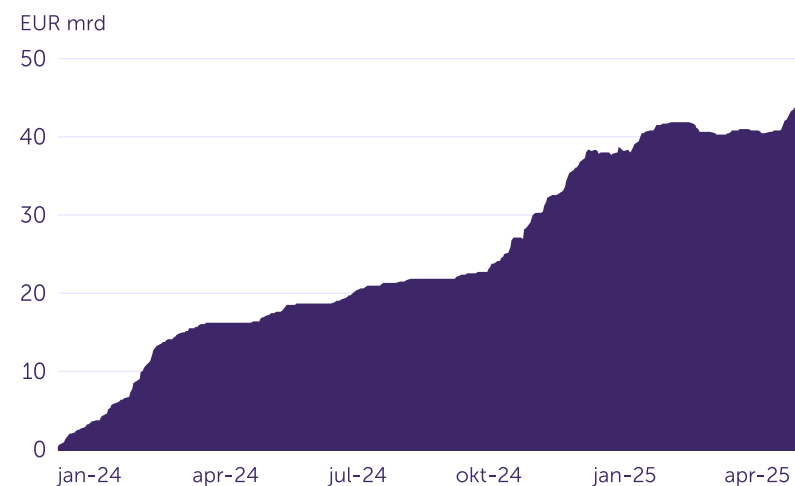
het bewaren en beheren van cryptoactiva, exploiteren van een crypto-activahandelsplatform en/of het omwisselen van cryptoactiva voor geldmiddelen,²⁵ draagt bij aan het volwassen worden van deze markt. Hierdoor heeft de AFM meer handvatten om toe te zien op vereisten op het gebied van vermogensscheiding, het voorkomen van witwassen en eerlijke informatieverstrekking. Daarnaast zijn aanbieders zonder vergunning sinds 30 december illegaal waarop kan worden gehandhaafd. Toch worden hiermee niet alle risico's gemitigeerd. Zo wordt het uitlenen van crypto niet als MiCAR-dienst gereguleerd en zijn er geen vereisten ten aanzien van productontwikkeling, waardoor er minder toezicht is op de crypto's zelf. Daarnaast blijven crypto-assets hoog risicoproducten die onderhevig zijn aan sterke prijsvolatiliteit.

Figuur 18: Koers van bitcoin en ether hadden een opleving na de verkiezing van Trump, maar zijn ondertussen ook gevoelig voor onzekerheid.



Bron: Macrobond.

Figuur 19: Meer dan EUR 40 miljard netto instroom in BlackRock's spot bitcoin ETF.



Bron: Bloomberg.

²⁵ Zie ook de AFM website voor een uitgebreidere uiteenzetting van cryptoactivadiensten: [Cryptopartijen](#).

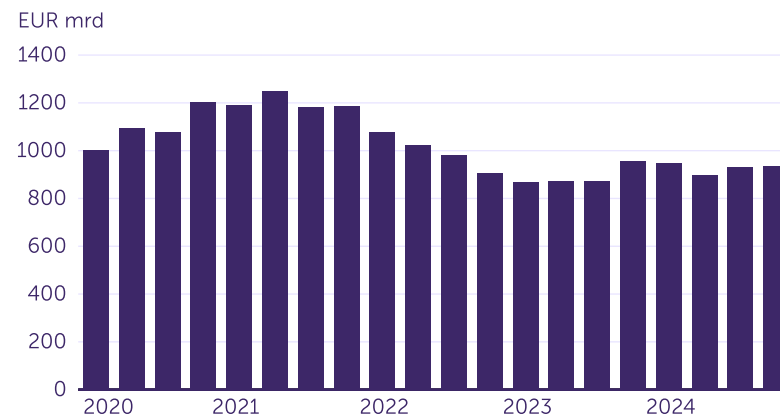
4. Risico's en trends in de vermogensbeheersector

4.1 Algemene trends en ontwikkelingen

Geopolitieke spanningen dragen bij aan het risico van gelijktijdige scherpe aanpassingen in waarderingen van financiële- en vastgoed-activa, met mogelijk procyclische uitstromen uit fondsen als gevolg.

Veranderingen in de verwachtingen voor het groeipad of het monetaire beleidspad, door o.a. geopolitieke risico's, kunnen leiden tot verdere scherpe dalingen op de financiële markten. De hoge mate van onzekerheid die momenteel heerst op de financiële markten kan ertoe leiden dat beleggers de vooruitzichten opnieuw evalueren, of dat zij – door grotere liquiditeitsbehoeften – overgaan tot het verkopen van beleggingen. Dit kan resulteren in procyclische uitstromen uit beleggingsfondsen. Ook kunnen kwetsbaarheden met betrekking tot de overheidsfinanciën zich vertalen in een herwaardering van staatsobligaties en daarmee bijdragen aan uitstromen uit obligatiefondsen. In 2024 daalde het vermogen van Nederlandse beleggingsfondsen licht ten opzichte van 2023, naar ca. EUR 907 miljard (Figuur 20). De daling in de totale waarde heeft vooral te maken met een verhuizing van fondsen uit Nederland naar andere landen en de verschuiving van vermogen van fondsen naar gesegregeerde mandaten. Sinds de aankondiging van de forse handelstarieven door de VS is de uitstroom uit Nederlandse fondsen relatief beperkt gebleven.

Figuur 20: Totaal belegd vermogen in Nederlandse alternatieve beleggingsfondsen (abi's) is redelijk stabiel gebleven in 2024.



Bron: AIFMD-data.

Door de aanhoudende onzekerheid en relatief hoge waarderingen van Amerikaanse aandelen lopen fondsen in de VS nog steeds het risico op een marktcorrectie, met name vanwege hun hoge en geconcentreerde posities. Iets minder dan 50% van alle aandelenbeleggingen in beleggingsfondsen zijn aandelen gedemineerd in dollar. Pensioenfondsen hadden eind 2024 EUR 293 miljard (ongeveer 19% van een totale portfolio) in Amerikaanse niet-financiële bedrijven.²⁶ Wanneer deze niet zijn afgedekt, kunnen ze bovendien wisselkoersrisico's met zich meebrengen. Gekoppeld hieraan is de verwachting dat fondsmanagers hun portfolio's gaan heralloceren uit Amerikaanse aandelen. Uit een enquête van Bank of America blijkt dat veel vermogensbeheerders hun blootstelling aan de VS willen afbouwen.²⁷ Dit kan grote gevolgen hebben voor de waardering van Amerikaanse aandelen (potentieel lager) en waardering van aandelen uit andere regio's. Veranderingen in waarderingen kunnen resulteren in verhoogde uitstromen uit fondsen.

Het gebruik van AI speelt ook in toenemende mate een rol in de vermogensbeheersector. Hoewel de implementatie van AI in de bedrijfsvoering nog in de beginfase staat, zal dit naar verwachting de komende jaren toenemen. AI-toepassingen bieden voordelen op het gebied van onder meer risicomanagement, besluitvorming en gepersonaliseerde dienstverlening. Wel zorgt het mogelijk voor verhoogde operationele risico's en grotere afhankelijkheid van derde partijen. Vanwege gebrek aan data en rapportages is er weinig inzicht in de exacte risico's bij vermogensbeheerders. AFM doet hier daarom verkennend onderzoek naar. Uit onderzoek van ESMA blijkt al dat fondsbeheerders zelden iets in officiële documenten publiceren over hun gebruik van AI.²⁸ Het aantal fondsen dat dit doet is in de afgelopen jaren wel toegenomen, maar deze toename lijkt af te vlakken. Bovendien bedraagt het vermogen in de fondsen dat zegt gebruik te maken van AI slechts EUR 13 miljard, 0,1% van het totale vermogen in UCITS.²⁹

²⁶ DNB (2025). [Veel Amerikaanse beleggingen Nederlandse pensioenfondsen](#).

²⁷ Bloomberg (2025). [Investors Haven't Been This Bearish in 30 Years, BofA Poll Shows](#).

²⁸ ESMA (2024). [ESMA50-43599798-9923 TRV Article - Artificial intelligence in EU investment funds: adoption, strategies and portfolio exposures](#).

²⁹ Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities.

Modelrisico kan toenemen door opkomst AI doordat het systemen complexer maakt. Modelfouten, bijvoorbeeld het verkeerd trainen van modellen of ongewenste *biases* in modellen, kunnen daardoor toenemen. Voor vermogensbeheerders is het belangrijk dat uitkomsten altijd kunnen worden uitgelegd. Het implementeren van een adequaat modelrisicomanagementbeleid is daarom van belang. Er is voor dit onderwerp daarom verhoogde aandacht en de AFM heeft recentelijk een marktbrede uitvraag gedaan om inzicht te verkrijgen in hoe marktpartijen ervoor staan op dit gebied. Daaruit kwam naar voren dat er bij een deel van de markt nog ruimte is voor verdere aanscherping van het beleid.

4.2 Liquiditeitsrisico's

Liquiditeitsrisico's bij beleggingsfondsen kunnen bijdragen aan stabiliteitsrisico's, waarbij met name een liquiditeitsmismatch ongunstige marktdynamieken kan versterken. Een liquiditeitsmismatch ontstaat als de investeerdersliquiditeit (de tijd waarin beleggers een bepaald bedrag kunnen onttrekken) groter is dan de portfolioliquiditeit (de tijd waarin een bepaald bedrag aan activa liquide gemaakt kan worden). In dat geval kunnen beleggers dus sneller onttrekken dan dat er activa liquide gemaakt kan worden. De liquiditeitsmismatch in Nederlandse beleggingsfondsen is stabiel gebleven in 2024. De totale mismatch op korte termijn (<7 dagen) bedraagt ongeveer EUR 6 miljard en op langere termijn (181 – 365 dagen) ca. EUR 17 miljard. Dit betekent dat als alle beleggers die op korte termijn kunnen uitstappen dat verzoek ook doen, fondsen een tekort hebben van EUR 6 miljard indien men alle activa verkoopt die op korte termijn verkocht kan worden. Als percentage van de totale NAV van meer dan EUR 1500 miljard is de mismatch relatief klein en de risico's voor de financiële stabiliteit zijn daarom beperkt. Voor individuele fondsen is het risico vanuit de liquiditeitsmismatch wel relevant.

Liquiditeitsrisico's dienen goed beheerd te worden.

Liquiditeitsrisico's worden gedeeltelijk beperkt door de beleggersbasis, die voor Nederlandse fondsen voornamelijk uit professionele beleggers bestaat en de beschikbaarheid van liquiditeitsmanagementinstrumenten (LMT's) (bijvoorbeeld opschortingen en antiverwateringsinstrumenten). Zowel de uitstapvoorwaarden als de beschikbare LMT's moeten evenwichtig en passend zijn bij het beleggingsbeleid. Volgend jaar treedt AIFMD II in werking in Nederland en daarin zitten nieuwe vereisten als het gaat om liquiditeitsmanagement en LMT's. Marktbrede schokken van de afgelopen jaren en de huidige economische en geopolitieke risico's benadrukken het belang om goed voorbereid te zijn op onverwachte gebeurtenissen. Het regelmatig uitvoeren van liquiditeitsstresstests helpt hierbij en vermindert risico's. De uitkomsten van de stresstesten zouden ook gebruikt moeten worden om de selectie en kalibratie van LMTs te toetsen.

Uit een onderzoek van de AFM naar stresstestbeleid blijkt dat fondsbeheerders de stresstests grotendeels uitvoeren in lijn met de Europese richtsnoeren.³⁰ Er zijn een paar aandachtspunten waar de richtsnoeren nog niet volledig door alle beheerders zijn geïmplementeerd. Zo gebruiken bijvoorbeeld niet alle beheerders zowel historische als hypothetische scenario's voor hun liquiditeitsstresstesten. Als beheerders alleen historische scenario's gebruiken, hebben ze mogelijk geen goed beeld van toekomstige, zwaardere stresssituaties. Vooral in deze tijd van grote politieke onzekerheid wordt de kans op staart-risico's groter en is het van belang om met onverwachte scenario's rekening te houden. Daarnaast is het ook verstandig om meer gebruik te maken van reverse stresstesten om de limieten van de fondsen te identificeren. Tenslotte houden niet alle beheerders bij het toepassen van scenario's aan de passivakant, oftewel de verplichtingen richting de belegger, rekening met risicofactoren zoals het type belegger en de concentratie van beleggers.

30 AFM (2024). [Vermogensbeheerders hebben beleid voor liquiditeitsstresstests op orde.](#)

31 AFM (2024). [AFM benadrukt schokbestendigheid financiële sector in snel veranderende omgeving](#) en AFM (2024). [Pensioenfondsen kunnen voldoen aan onderpandverplichtingen op derivaten, maar zijn afhankelijk van functioneren geldmarkten.](#)

32 ECB (2020). [Interconnectedness of derivatives markets and money market funds through insurance corporations and pension funds.](#)

33 IPE (12 augustus 2024). [Dutch pension funds increase interest rate hedge above 70%.](#)

Ook voor pensioenfondsen is het belangrijk om stresstesten te doen waarbij vooral ook gekeken wordt naar de mate waarin ze kunnen voldoen aan margeverplichtingen.

Vorig jaar rapporteerde de AFM en DNB in hun gezamenlijke onderzoek al dat stresstests laten zien dat Nederlandse pensioenfondsen kunnen voldoen aan margeverplichtingen op derivaten, maar afhankelijk zijn van goed functionerende geldmarkten.³¹ Recente rentestijgingen naar aanleiding van de aankondiging van de Duitse schuldfinanciering (zie 2.1) heeft dit ook aangetoond. De snelle stijging van de Duitse rente zorgde voor grote margeverplichtingen bij pensioenfondsen, echter, pensioenfondsen hadden voldoende liquide middelen om hieraan te voldoen. Deze renteverandering was minder zwaar dan het rentescenario dat de AFM en DNB in hun stresstest hadden toegepast en daarom was de beperkte impact op de repomarkt te verwachten. De gebeurtenissen van maart 2020 hebben laten zien welke belangrijke rol Nederlandse pensioenfondsen spelen in de dynamiek van de financiële markten en potentieel systeemrisico's. Gedurende deze periode leidden marktontwikkelingen tot aanzienlijke fluctuaties in de variatiemarge (VM), met volumes die tussen 11 maart en 23 maart 2020 naar schatting bijna EUR 50 miljard bedroegen. Opmerkelijk is dat tijdens deze stress periode binnen de eurozone meer dan 90% van deze VM werd geplaatst door Nederlandse verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen.³²

De overgang naar een nieuw pensioensysteem leidt tot zorgen over de afwikkeling van derivatenposities bij transitie. Om in aanloop de negatieve effecten van rentewijzigingen op de dekkingsgraden te beperken, hebben Nederlandse pensioenfondsen hun gemiddelde rentebescherming aanzienlijk verhoogd tot meer dan 70%.³³ Echter, de aanstaande overgang voor Nederlandse pensioenfondsen brengt wijzigingen met zich mee in de strategieën voor het afdekken van renterisico's, wat mogelijk van invloed is op de liquiditeit en stabiliteit van de markt. Bij de overgang naar het nieuwe systeem zijn veel pensioenfondsen van plan om hun strategische renteafdekking te

verminderen, waardoor ze na de overgangsdatum minder afhankelijk zijn van derivaten. Vanuit de markt worden zorgen geuit over het samenvallen van deze aanpassing van de renteafdekking en de beperkte liquiditeit die dan op de markt aanwezig is doordat pensioenfondsen niet vóór het invaren hun beleggingsportefeuille willen aanpassen. Met name als de meeste pensioenfondsen de overgang gepland hebben op 1 januari 2026 of 2027. Er zijn zorgen dat de markt de gelijktijdige verkopen van langlopende renteswaps en staatsobligaties van Duitsland en Nederland rond de overgangsdatum in 2026 en 2027 indien pensioenfondsen tegelijkertijd de te verkopen activa in korte tijd van de hand willen doen. Wanneer ze hier meer tijd voor nemen lijken risico's voor marktfunctioneren beperkt.³⁴

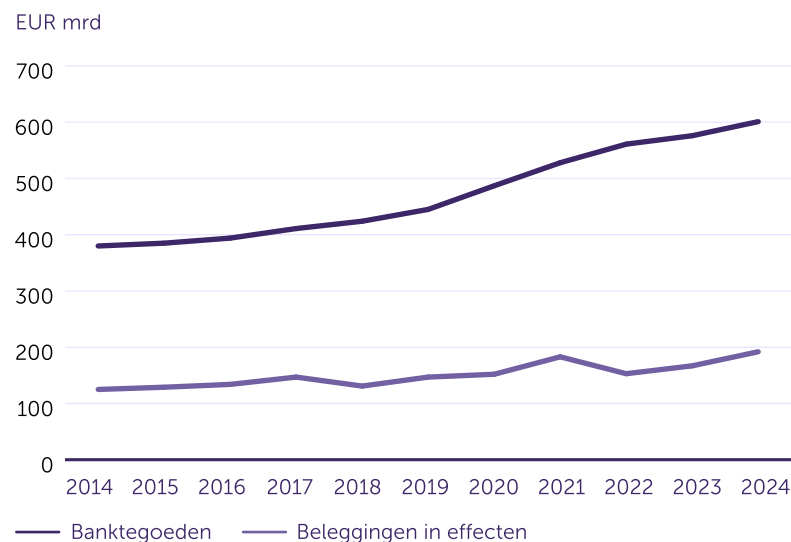
³⁴ PensioenPro (2025). [Markt kan verkoopgolf swaps rond transitiedatum niet aan](#) | Pensioen Pro.

5. Risico's voor klanten van financiële instellingen

5.1 Retail beleggingen

Hoewel in 2024 de beleggingen van Nederlandse huishoudens een recordomvang bereikte, wordt er nog vooral veel gespaard. Eind 2024 hadden de beleggingen een waarde van EUR 192 miljard (Figuur 21), tegenover meer dan EUR 600 miljard aan banktegoeden. 10 jaar geleden ging het nog om EUR 129 miljard aan beleggingen en EUR 385 miljard aan banktegoeden, wat ongeveer dezelfde verhouding is. Daarbij moet wel gezegd worden dat huishoudens nog veel vermogen bij pensioenfondsen en verzekeraars hebben, wat ook belegd wordt.

Figuur 21: Banktegoeden en beleggingen van Nederlandse huishoudens nemen toe. Groei vooral in banktegoeden.



Bron: DNB.

35 FT (25 maart 2025). [Retail traders plough \\$67bn into US stocks while investment giants flee.](#)

Social media zijn voor sommige beleggers een kanaal geworden om informatie te verkrijgen over beleggen. Omdat dit een toegankelijke en laagdrempelige manier is in vergelijking met traditionele kanalen, wordt hier in een behoefte voorzien. Daaraan kleven wel risico's, zeker als content makers geen of weinig ervaring hebben in de beleggingswereld. Vooral jongeren zijn hier gevoelig voor en kunnen mogelijk de betrouwbaarheid van de informatie niet goed inschatten. Uit de consumentenmonitor beleggen blijkt echter wel dat het om een klein deel van de consumenten gaat. Minder dan 5% van de beleggers geeft aan dat finfluencers een grote rol hadden in hun beslissing om te gaan beleggen en slechts 5% geeft aan informatie van finfluencers te gebruiken bij aan- en verkoopbeslissingen. De AFM heeft de afgelopen jaren veel aandacht voor deze relatief nieuwe ontwikkeling. Zo heeft de AFM onderzoek gedaan naar het gedrag van finfluencers, gewezen op de wet- en regelgeving die van toepassing is en zijn er enkele handhavingstrajecten uitgevoerd.

Marktonrust en forse koersdalingen, zoals begin april, kunnen leiden tot paniek bij beleggers, maar werden door sommige beleggers juist beschouwd als een goed moment om in te stappen. Deze beleggers gaan ervan uit dat na een forse daling de koersen aandelen goedkoop zijn en uiteindelijk weer zullen stijgen (*buy-the-dip*). Dit kan echter wel een risico zijn omdat markten eerst nog sterk verder kunnen dalen voordat ze weer stijgen. Eind maart, vóór de forse koersdalingen als gevolg van de aangekondigde handelstarieven, hadden al veel retail beleggers in Amerikaanse aandelen belegd.³⁵

5.2 Buy-now-pay-later

Achteraf betalen bij online aankopen wordt steeds vaker als optie gezien door consumenten.³⁶ Hiermee kunnen consumenten de betaling van hun aankoop uitstellen voor 2 weken of een maand, of in termijnen voldoen. Veel klanten geven aan dit te gebruiken om er zeker van te zijn dat het product in orde is en niet hoeft te worden geretourneerd. Er is echter ook een deel van de consumenten (16%) dat deze dienst gebruikt om zelf het moment van betaling te kunnen kiezen of zelfs omdat ze niet genoeg geld op hun rekening hebben op het moment van aankoop (7%). Het risico voor consumenten is dat zij overgekrediteerd raken en daardoor in financiële problemen komen. Daarbij speelt ook dat minderjarigen, die minder goed in staat zijn verstandige financiële beslissingen te maken, hier vaak gebruik van maken door leeftijdscontroles te omzeilen. Zo blijkt uit onderzoek dat er in 2023 bijna 600.000 iDeal transacties zijn verricht op naam van minderjarigen die te linken zijn aan BNPL-aanbieders.³⁷

Regelgeving vanuit Europa op dit gebied is nog niet van kracht.

BNPL, mits tegen onbetekenende kosten en er binnen 3 maanden wordt afgelost, is vooralsnog namelijk uitgezonderd van de wetgeving voor consumptief krediet. Veel strenge vereisten rondom kredietverstrekking gelden dus nog niet voor aanbieders van BNPL. Ook zijn BNPL-kredieten vaak niet aangesloten bij het BKR waardoor zij geen inzicht hebben in bestaande kredieten van consumenten. De Europese Commissie heeft al een wetsvoorstel gedaan om BNPL te reguleren binnen de Richtlijn Consumentenkrediet (CCD) en daarover loopt momenteel een consultatie. Naar verwachting zal de regelgeving omtrent BNPL pas in 2026 in werking treden. Het wetsvoorstel bevat tevens regels om de leeftijd van de klant te verifiëren.

Plannen om BNPL te introduceren bij fysieke winkels kunnen risico's voor consumenten versterken. Een van de BNPL-aanbieders is van plan om BNPL ook in fysieke winkels aan te bieden, waardoor andere

aanbieders mogelijk zullen volgen. Eerder bleek dat dit nog niet verboden kan worden. Deze ontwikkeling zal de risico's van BNPL verder vergroten. Het gemak waarmee BNPL-betalingen gedaan kunnen worden zorgen bovendien voor een schuldgewenning die consumenten mogelijk financieel kwetsbaar maakt. Uit de Consumentenmonitor blijkt dat bijna een derde van de consumenten achteraf betalen niet als het aangaan van schuld beschouwd.³⁸

5.3 Huizenmarkt

Huizenprijzen zijn in het afgelopen jaar weer verder toegenomen. In maart waren huizenprijzen gemiddeld 10,6% hoger dan een jaar eerder. Ook het aantal transacties is toegenomen. In de eerste drie maanden van 2025 werden meer dan 51.000 woningen verkocht, bijna 16% meer dan een jaar eerder. Met name de aanhoudende krapte op de woningmarkt, de hoge vraag en achterblijvend aanbod, zorgt ervoor dat prijzen snel stijgen. Daarnaast is de loongroei gestegen en is de rente aan het dalen. Hierdoor kunnen huishoudens meer lenen waardoor er ook meer geboden kan worden op huizen. Ook ten opzichte van veel andere EU-landen zijn huizenprijzen in Nederland hard gestegen (Figuur 22). Die krapte vertaalt zich ook in het aandeel overbiedingen op woningen. Volgens de Nederlandse Vereniging voor Makelaars (NVM) werd in 2024Q4 bij 71% van de transacties meer betaald dan de vraagprijs. Dit is fors hoger dan eind 2023, toen er bij 53% van de transacties werd overboden.

Tegelijkertijd is de betaalbaarheid van woningen verslechterd, al lijkt deze te stabiliseren. De maximale leencapaciteit is de afgelopen jaren namelijk minder snel gestegen dan de huizenprijzen.³⁹ Ook de rente op de bestaande hypotheekportefeuille is toegenomen waardoor woningbezitters nu gemiddeld meer kwijt zijn aan hun hypotheeklasten. Voor nieuw afgesloten hypotheeken is de rente licht gedaald in 2024, al ligt deze rente hoger dan voor lopende hypotheeken (Figuur 23). Vooral voor starters is het daarom extra moeilijk om aan een

³⁶ AFM (2022). [Buy-now-pay-later](#).

³⁷ AFM (2024). [Buy-now-pay-later Markupdate](#).

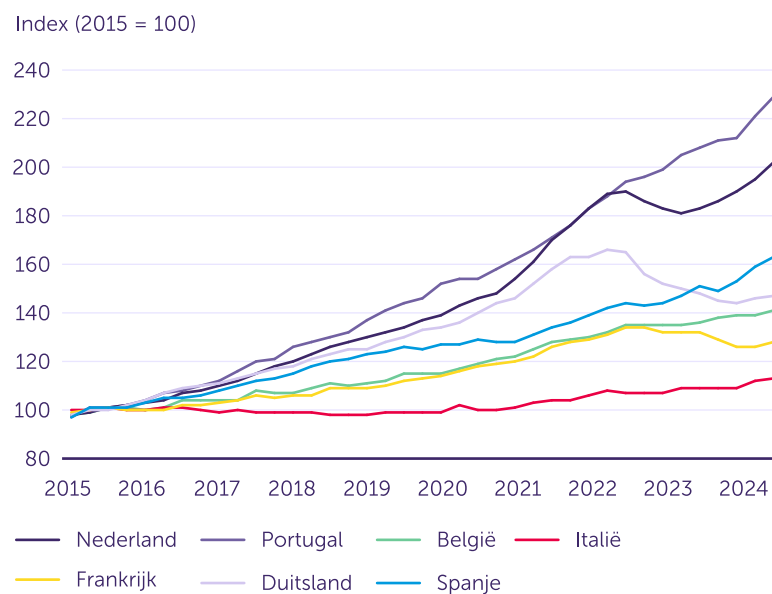
³⁸ AFM (2024). [Consumentenmonitor Krediet](#).

³⁹ DNB (2025). [De woningmarkt | De Nederlandsche Bank](#).

woning te komen. Ook zijn starters een relatief groot deel van hun besteedbaar inkomen kwijt aan hypotheeklasten. Volgens ING was dit eind vorig jaar zo'n 30%, terwijl dit gemiddeld rond de 23% is.⁴⁰ Ook ligt de loan-to-income (LTI) bij nieuwe hypotheeklen voor starters vaak een stuk hoger dan bij doorstromers.

Hoge hypotheekschulden kunnen kwetsbaarheden van huishoudens vergroten. Hoewel de totale hypotheekschuld van Nederlandse huishoudens in de afgelopen jaren is toegenomen, is deze als percentage van het BBP juist gedaald. Een te hoge schuld kan ertoe leiden dat huishoudens hun lasten niet meer kunnen betalen. Tot nu toe is dit

Figuur 22: Huizenprijzen stijgen relatief hard in Nederland.



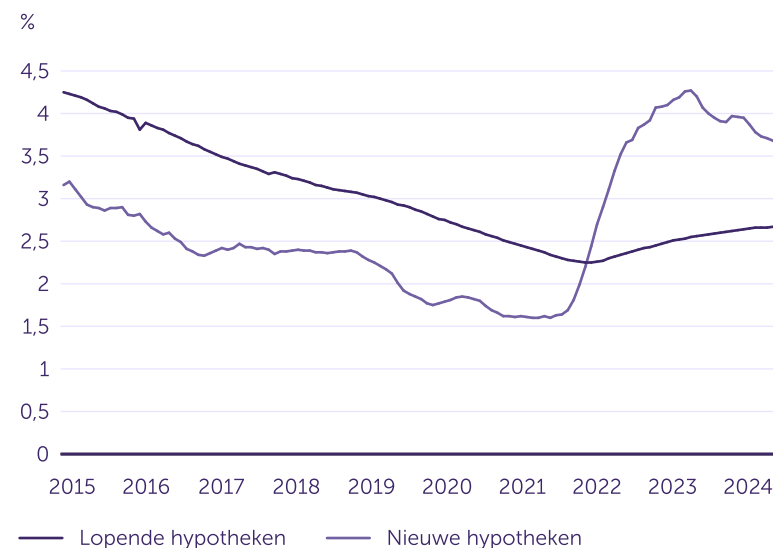
Bron: Eurostat.

⁴⁰ ING (2025). [Betaalbaarheid koopwoning voor starters historisch slecht](#).

⁴¹ Nibud (2024). [Rapport Geldzaken in de praktijk \(2024\)](#).

risico relatief beperkt doordat men de hypotheekrente meestal voor 10 jaar of langer vastzet. Een rentestijging werkt daarom niet direct door in hoger lasten voor de meeste huishoudens. Bovendien is de gestegen rente historisch gezien nog laag. De rente op bestaande hypotheeklen is sinds vorig jaar gestegen van 2,5% tot 2,66%. Ook loopt het aandeel huishoudens dat moeilijk rondkomt terug volgens het Nibud, al blijven er wel kwetsbare groepen bestaan.⁴¹ Daarbij is het ook zo dat huishoudens vaak de meeste prioriteit geven aan het betalen van huur en hypotheeklasten. Bij financiële problemen zullen de betaalachterstanden dus eerder bij andere rekeningen oplopen.

Figuur 23: Gemiddelde bancaire hypotheekrentes lopende hypotheeklen neemt langzaam toe, terwijl gemiddelde rente voor nieuwe hypotheeklen daalt.



Bron: DNB.

Beleid en gedrag van kredietverstrekkers, adviseurs en taxateurs moeten voorkomen dat de woningmarkt verder oververhit raakt.

Leennormen moeten in ieder geval niet verruimd worden omdat dit tot hogere risico's bij huishoudens leidt wanneer zij hierdoor meer zouden gaan lenen ten opzichte van hun inkomen en de waarde van hun huis. Ook kan gericht fiscaal beleid helpen om het leengedrag en daarmee de huizenprijzen te temperen in plaats van te stimuleren. Daarnaast hebben taxateurs een belangrijke rol bij het onafhankelijk waarderen van woningen. De taxaties bepalen ook het bedrag dat kopers kunnen lenen. Het is daarom van belang dat taxaties onafhankelijk moeten worden uitgevoerd en niet slechts uitgaan van de koopsom. Dit is vooral van belang nu het aandeel overbiedingen fors is toegenomen. Om meer inzicht te krijgen in de kwaliteit van taxaties zou het goed zijn om hier nader onderzoek naar te laten doen, bijvoorbeeld door het Nederlands Register Vastgoed Taxateurs (NRVT). Verder is het nuttig voor kopers als het biedproces transparant is. Een biedlogboek waarmee kopers inzicht krijgen in de biedingen die gedaan zijn draagt hieraan bij.

Bij de waardebepaling van huizen moeten klimaatrisico's worden meegenomen.⁴²

In de huidige markt is het normaal geworden om biedingen te plaatsen zonder voorbehoud van financiering en een bouwkundige keuring, om meer kans te maken op een winnend bod. Nadeel hiervan is dat bouwkundige risico's mogelijk onvoldoende worden meegenomen in de biedingen en dat huishoudens te veel betalen. Het risico op bijvoorbeeld funderingsschade wordt hierdoor mogelijk niet goed in de prijs meegenomen. Onderzoek heeft uitgewezen dat de kans dat dit risico materialiseert toeneemt in de komende jaren. Consumenten zijn zich vaak niet bewust van dit risico. Uit de consumentenmonitor van de AFM blijkt dat ongeveer de helft van de onder-vraagden niet weet op welk type fundering hun woning is gebouwd.⁴³ Funderingsschade kan aanzienlijke financiële impact hebben en is bovendien niet verzekeraar. Het is daarom erg belangrijk dat huiseigenaren zicht tijdig laten informeren hierover.

⁴² AFM (2023). [Wees je bewust van risico's van extreem weer voor je koopwoning](#).

⁴³ AFM (2025). [AFM Consumentenmonitor Hypotheekbezitters – Q4 2024](#).