



De financiële verwevenheden van Nederland met de Verenigde Staten

Nederland kent een sterke verwevenheid met de VS, maar de directe blootstellingen van Nederlandse financiële instellingen aan Amerikaanse financiële markten zijn redelijk beperkt. Slechts een relatief klein aandeel in de buitenlandse kredietverlening is toe te schrijven aan de VS. Ook zijn de gevolgen van een turbulente euro-dollarwisselkoers beperkt voor de Nederlandse financiële sector en hebben banken en pensioenfondsen relatief weinig Amerikaanse staatsschuld op de balans.

Een financiële crisis in de VS zou de Nederlandse financiële sector wel kunnen treffen door indirecte effecten, zoals hogere mondiale onzekerheid en een terugloop van de economische activiteit. Dit kan gevolgen hebben voor de financiële stabiliteit in Nederland.

CPB - mei 2025

Matthijs Katz, Anwar Amezoug, Nicoleta Ciurila, Adam Elbourne, Marco Ligthart, Merve Mavus Kütük, Beau Soederhuizen, Rik Stalenberg, Rixt Swierstra

Grillig beleid VS leidt tot onrust op markten

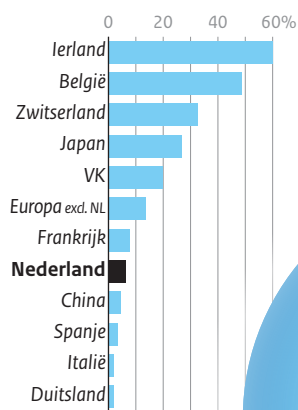
De VS speelt een belangrijke rol op internationale financiële markten, waardoor de huidige geopolitieke spanningen en de grilligheid van Amerikaans overheidsbeleid tot onrust leiden.

directe blootstellingen

Directe blootstelling Nederlandse economie aan schokken vanuit de VS is beperkt...

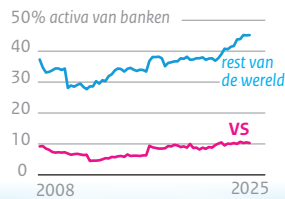
Staatsschuld

Het Nederlandse financiële stelsel heeft een lage blootstelling aan Amerikaanse staatsschuld



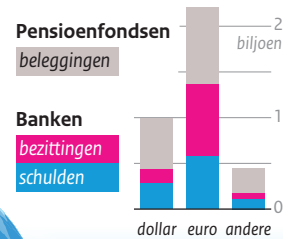
Kredietverlening

Een klein deel van de kredietverlening door Nederlandse banken gaat naar de VS

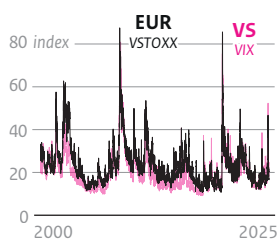


Wisselkoers

Nederlandse financiële instellingen hebben bezittingen en schulden in dollars, maar minder dan in euro's

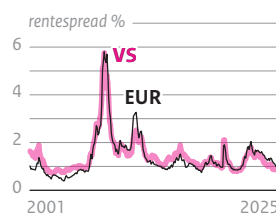


Onzekerheid financiële markten



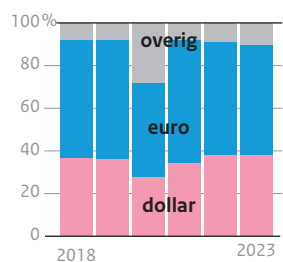
Onzekerheidsmaatstaven van de EU en de VS zijn heel sterk gecorreleerd

Risicopremie



Spreads op Europese bedrijfsobligaties en die van de VS zijn heel sterk gecorreleerd

Nederlandse export



Aanzienlijk deel van de Nederlandse export wordt betaald in dollars

... maar de indirecte effecten van schokken kunnen groter zijn.

indirecte effecten

Hoofdboodschappen

De dominante positie van de Verenigde Staten op financiële markten leidt in combinatie met de grilligheid van het beleid van de Amerikaanse regering tot onzekerheid op financiële markten. De Verenigde Staten (VS) hebben deze dominante positie om een aantal redenen. Het land trekt veel buitenlandse investeringen aan en heeft de meest ontwikkelde financiële markten ter wereld. Ook telt de Amerikaanse staatsschuld als mondiale veilige haven voor investeerders. Verder wordt de Amerikaanse dollar gebruikt als wereldwijde reservemunt en heeft de munt een dominante rol in internationale transacties. Tegelijkertijd neemt het vertrouwen in de VS als betrouwbare financiële partner af door toenemende nationale en internationale beleidsonzekerheid onder president Trump. Zo telt de VS steeds meer als onbetrouwbare partner, bijvoorbeeld omdat de VS handelstarieven oplegt aan bondgenoten, zoals de Liberation Day handelstarieven van 2 april 2025.

Nederland kent een sterke verwevenheid met de VS, maar de directe blootstelling aan financiële schokken is beperkt. De blootstellingen van Nederlandse financiële instellingen aan Amerikaanse financiële markten zijn redelijk beperkt: het aandeel van Amerikaanse partijen in de buitenlandse kredietverlening is relatief klein. Ook zijn de gevolgen van een turbulente euro-dollarwisselkoers beperkt voor de Nederlandse financiële sector en hebben banken en pensioenfondsen relatief weinig Amerikaanse staatsschuld op de balans. Tegelijkertijd zou een financiële crisis in de VS de Nederlandse financiële sector wel kunnen treffen door indirecte effecten. Zo leidt een crisis in de VS meestal tot hogere mondiale onzekerheid en een terugloop van de economische activiteit. Dit kan gevolgen hebben voor de financiële stabiliteit in Nederland.

Nederlandse financiële instellingen en effectenmarkten zijn sterk verbonden met de VS. Leningen aan Amerikaanse partijen vormen ongeveer 10% van de totale activa van Nederlandse banken. Nederlandse pensioenfondsen hebben een grotere blootstelling: ongeveer een derde van de investeringen van Nederlandse pensioenfondsen wordt gedaan in de VS. Deze Amerikaanse bezittingen van pensioenfondsen bestaan voor de helft uit investeringen in Amerikaanse aandelen. Verder zijn Amerikaanse en Nederlandse financiële markten sterk verweven: risicopremies op obligatiemarkten en onzekerheidsmaatstaven voor beide landen zijn sterk gecorreleerd. Dit suggereert dat financiële stress in de VS mogelijk snel overspringt naar Nederland. Tegelijkertijd kent het Nederlandse financiële systeem ruime buffers, waardoor het in staat is om een dergelijke schok op te vangen.

De stijgende staatsschuld van de VS brengt vooral indirect risico's mee voor de Nederlandse financiële sector. De staatsschuld van de VS vertoont al langer een stijgende trend en het is onwaarschijnlijk dat deze de komende jaren gaat dalen. Tegelijkertijd telt de Amerikaanse staatsschuld als veiligste investering. Een risico is dat deze stijgende staatsschuld in de toekomst tot financiële stress gaat leiden. Een wanbetalingscrisis (*hard default*) is niet aannemelijk, maar het is wel mogelijk dat er een kantelpunt komt waar investeerders hun vertrouwen verliezen in de Amerikaanse staatsschuld. De directe blootstelling van Nederlandse financiële instellingen aan de Amerikaanse staatsschuld is beperkt: daarmee is de kans klein dat zij serieus in de problemen komen door verliezen op Amerikaans staatspapier. Tegelijkertijd zou een dergelijk scenario wel voor veel onzekerheid en onrust op financiële markten zorgen, zoals we ook zagen na de aankondiging van nieuwe handelstarieven.

Alhoewel een deel van de Nederlandse transacties als ook schulden en bezittingen in dollars uitstaan, is het risico van een turbulente wisselkoers beperkt door verplichte verzekeringen en lange balansen. De dollar is voor Nederland als kleine open economie belangrijk. Zo wordt een deel van de Nederlandse internationale handel in dollars afgerekend. Ook hebben Nederlandse financiële instellingen bezittingen en schulden in dollars. Schommelingen in de euro-dollarwisselkoers hebben invloed op de waarde van deze

bezittingen en schulden. Tegelijkertijd hebben Nederlandse financiële instellingen meer bezittingen dan schulden in dollars. Nederlandse banken zijn verplicht om zich te verzekeren tegen wisselkoersschommelingen via verzekeringscontracten. Het grootste risico dat zij lopen is dat een volatiele wisselkoers het duurder maakt om deze verzekeringen af te sluiten. Nederlandse pensioenfondsen zijn hier niet tot verplicht en ze verschillen in hoeverre zij deze risico's afdekken. Hierdoor kunnen risico's en de blootstelling per pensioenfonds verschillen. Dit is niet direct problematisch, omdat pensioenfondsen in tegenstelling tot banken vooral verplichtingen hebben met een lange looptijd en dus geen risico lopen op een run.

De belangrijkste risico's voor Nederlandse financiële instellingen komen via indirecte kanalen, zoals onzekerheid. De directe blootstellingen van de Nederlandse financiële sector aan de VS zijn betrekkelijk klein. Hiermee zouden Nederlandse financiële instellingen verliezen op Amerikaanse leningen goed kunnen opvangen. Tegelijkertijd zou een financiële crisis in de VS kunnen leiden tot hogere mondiale onzekerheid, stijgende rentes en een daling in de economische groei. Via deze indirecte kanalen lopen financiële instellingen in Nederland wel risico's. Ook een extreem scenario, zoals een wanbetalingscrisis in de VS, zou een gevaar kunnen vormen voor de financiële stabiliteit. Het is niet uit te sluiten dat een financiële crisis in de VS opnieuw leidt tot financiële instabiliteit in Nederland, hoewel Nederlandse banken er beter voor staan dan tijdens de kredietcrisis.

1 Inleiding

De huidige geopolitieke spanningen en de grilligheid van Amerikaans overheidsbeleid leiden tot onrust op financiële markten. Het belang van de ontwikkelingen in de Verenigde Staten (VS) hangt samen met de centrale rol van de dollar in internationale handelstransacties, door de investeringspositie van andere landen in de VS en door de status van de dollar als reservemunt. Om deze redenen heeft de VS een dominante positie in het mondiale financiële systeem. Momenteel zorgt het onvoorspelbare gedrag van de regering-Trump voor veel onzekerheid. Deze onzekerheid heeft geleid tot onrust op financiële markten. Zo ging de aankondiging van handelstarieven op 2 april 2025 gepaard met grote beursdalingen, een forse waardedaling van de dollar ten opzichte van andere valuta en een hogere rente op de Amerikaanse staatsschuld.

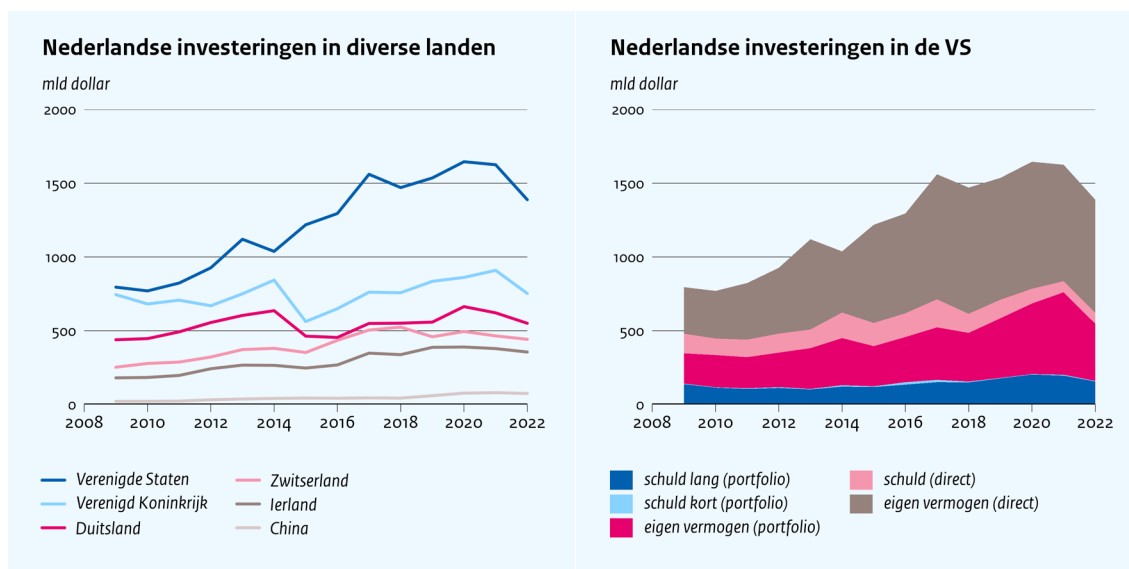
In deze publicatie analyseren wij de verwevenheid van de Nederlandse financiële sector met de VS. We brengen deze verwevenheid in kaart aan de hand van de blootstellingen aan Amerikaanse financiële markten, de Amerikaanse staatsschuld en de dollar. We analyseren hoe deze blootstellingen de Nederlandse economie gevoelig maken voor schokken, aan de hand van mechanismen uit de academische literatuur. In een eerdere publicatie heeft het CPB eveneens gekeken naar financiële verwevenheden met de VS, maar ook naar bredere verwevenheden zoals handel, technologie en defensie (Meijerink et al., 2024). In deze publicatie richten we ons specifiek op financiële verwevenheden.

Tot nu toe hebben investeringen in de VS grote voordelen voor Nederland gebracht. Zo geeft de mogelijkheid tot investeren in de VS investeerders de kans om hoger rendement te behalen. Ook maakt deze grensoverschrijdende kapitaalbeweging het mogelijk om investeringen te spreiden. Zo wordt de investeringsportefeuille van investeerders minder risicovol, omdat ze hun risico's beter kunnen spreiden.

De VS is de grootste ontvanger van Nederlandse buitenlandse investeringen. Zo ontvangt de VS meer Nederlands kapitaal dan bijvoorbeeld het Verenigd Koninkrijk (VK) en Duitsland (figuur 1.1). De veranderingen in Nederlandse investeringen in de VS van de afgelopen jaren komen met name door hogere directe investeringen ten opzichte van portfolio-investeringen. Het verschil tussen deze twee investeringsvormen is dat directe investeringen meer zeggenschap geven aan de investeerder, bijvoorbeeld door stemrechten. Veranderingen in de Nederlandse investeringen in de VS sinds 2014 komen met name door een hogere verstrekking van eigen vermogen. Deze veranderingen worden veroorzaakt doordat Nederlandse bedrijven en financiële instellingen meer kapitaal toewijzen aan Amerikaanse markten, maar ook doordat de onderliggende activaprijzen van bestaande investeringen zijn gestegen. Een kanttekening is dat een deel van deze stijging waarschijnlijk te wijten is aan zogenoemde bijzondere financiële instellingen. Deze worden gebruikt door multinationals en andere vermogende partijen om investeringen via een ander land te laten verlopen, meestal om fiscale redenen.¹

¹ Uit eerder CPB-onderzoek blijkt dat ongeveer een derde van de directe Nederlandse buitenlandse investeringspositie afkomstig is van zogenaamde *Special Purpose Entities* en een derde gedreven wordt door holdings (Centraal Planbureau [CPB], 2024).

Figuur 1.1 De VS is de grootste ontvanger van Nederlandse buitenlandse investeringen



Bron: IMF

Het Nederlandse financiële stelsel is weerbaarder dan vroeger, maar kan door de ontwikkelingen in de VS hard worden geraakt via indirecte kanalen. Zo hebben Nederlandse banken hogere kapitaalratio's dan tijdens de grote financiële crisis van 2008 en zijn er hervormingen geweest in het reguleren van banken.² In hoofdstukken 2 en 3 laten we zien dat de directe blootstelling van Nederlandse banken aan de Amerikaanse economie redelijk beperkt is. Dit geldt in internationaal opzicht zowel voor de hoeveelheid uitstaande leningen in de VS van Nederlandse banken (hoofdstuk 2) als voor de hoeveelheid Amerikaanse staatsschuld die Nederlandse banken aanhouden (hoofdstuk 3). Pensioenfondsen kennen een grotere directe blootstelling, maar zijn weerbaarder door de lengte van hun balans: hun verplichtingen, de totaal uit te betalen pensioenen, staan voor lange tijd vast. Dit is anders dan banken, die vaak kortlopende schulden hebben uitstaan, maar wier bezittingen vaak voor langere tijd vaststaan. Daarom zijn Nederlandse financiële instellingen weerbaarder dan financiële instellingen in andere landen tegen het directe effect van verliezen op hun Amerikaanse bezittingen. Tegelijkertijd kunnen hogere onzekerheid, volatiele wisselkoersen of problemen in het Amerikaanse financiële stelsel Nederlandse banken en pensioenfondsen wel raken, zoals we beargumenteren in hoofdstuk 4.

Om de eventuele gevolgen van verliezen bij Nederlandse financiële instellingen te beperken, is het belangrijk dat deze instellingen voldoende buffers aanhouden en goed gereguleerd blijven. Met financiële buffers kunnen immers schokken worden opgevangen, waardoor de directe impact van bijvoorbeeld onzekerheid op het Nederlandse financiële stelsel beperkt kan worden. Ook is het voor het waarborgen van de financiële stabiliteit van belang dat zo lang mogelijk wordt vastgehouden aan internationale samenwerking en beleidscoördinatie. Dat kan bijvoorbeeld via internationale instellingen als het Internationaal Monetair Fonds (IMF) en de Bank voor Internationale Betalingen (BIS). Dit is onder andere belangrijk voor zekerheid op financiële markten, omdat internationale samenwerking en beleidscoördinatie ook fungeren als een hulpmiddel in tijden van crisis. Ook kan er gedacht worden aan een verdere Europese integratie, bijvoorbeeld door het verder ontwikkelen van Europese kapitaalmarkten. Op deze manier zouden Nederlandse financiële instellingen ook meer investeringsmogelijkheden hebben in Europa. In het Algemeen

² De huidige staat van het Nederlandse financiële stelsel wordt in meer detail behandeld in het Algemeen Risicobeeld van de Risicorapportage Financiële Markten 2025 (CPB, 2025).

Risicobeeld van de *Risicorapportage Financiële Markten 2025* worden de uitdagingen die komen kijken bij verdere Europese integratie in meer detail behandeld.

De Nederlandse economie heeft niet alleen financiële, maar ook andere verwevenheden met de VS. De Nederlandse economie profiteert van deze verwevenheden, maar ze brengen ook risico's met zich mee. Een aantal van deze verwevenheden werden al besproken in een eerdere CPB-publicatie (Meijerink et al., 2024). Denk bijvoorbeeld aan cyberrisico's: een ontkoppeling van het Nederlandse financiële systeem met de digitale architectuur van Amerikaanse financiële instellingen zou mogelijk grote gevolgen hebben. De VS heeft eerder zijn overwicht in internationale organisaties en systemen ingezet voor geopolitieke doeleinden. Zo zijn Rusland en Iran bijvoorbeeld afgesloten van het SWIFT-systeem, dat internationale transacties faciliteert. Ook een handelsoorlog zou mogelijk tot financiële instabiliteit kunnen leiden. Teruglopende omzet bij exporterende bedrijven kan het voor deze bedrijven lastiger maken om hun schulden af te betalen, waardoor banken mogelijk met verliezen te maken krijgen.

2 Financiële spillovers

2.1 Inleiding

Financiële ontwikkelingen in de VS kunnen belangrijke gevolgen hebben voor het Nederlandse financiële systeem en de economie. De VS heeft als grootste economie veel invloed op de wereldwijde financiële omstandigheden. Gebeurtenissen in de VS beïnvloeden kapitaalstromen, investeringspatronen en marktsentiment wereldwijd – ze leiden tot *spillovers* naar andere landen. Nederland, als belangrijk financieel knooppunt in Europa, is gevoelig voor deze wereldwijde aanpassingen vanwege zijn open economie, sterke handelsrelaties en substantiële blootstelling aan internationale financiële markten.

De verwevenheid tussen de Amerikaanse en Nederlandse financiële systemen ontstaat via meerdere kanalen. Transmissie van schokken kan plaatsvinden via kapitaalstromen, koppelingen van monetaire en financiële instellingen, handelsafhankelijkheden, spillovers van monetair beleid, beursbewegingen en andere mondiale financiële dynamiek. Veranderingen in het Amerikaanse monetaire beleid, marktvolatiliteit of economische verstoringen kunnen activaprijzen en het aanbod van krediet aan huishoudens en bedrijven in Nederland beïnvloeden. Daarmee worden uiteindelijk de consumptie en investeringen in Nederland ook beïnvloed. Als gevolg hiervan kunnen zowel het Amerikaanse economische vooruitzicht als ontwikkelingen op de Amerikaanse financiële markten van invloed zijn op de algehele economische en financiële stabiliteit in Nederland.

Dit hoofdstuk laat zien dat Nederlandse monetaire en financiële instellingen omvangrijke krediet- en leenrelaties hebben met Amerikaanse partijen.³ Nederlandse financiële markten zijn nauw verbonden met Amerikaanse markten en reageren zichtbaar op schommelingen in Amerikaanse effectenkoersen. Deze koppelingen maken zowel het Nederlandse financiële systeem als de reële economie (zoals de werkgelegenheid) gevoelig voor ontwikkelingen in de Amerikaanse economie. Hoewel het tegenpartijrisico⁴ uit de VS over het algemeen niet buitensporig groot lijkt te zijn, kunnen ernstige of systemische schokken⁵ in de VS nog steeds een niet te verwaarlozen impact hebben op de stabiliteit van het Nederlandse financiële systeem.

2.2 Transmissiekanalen

Amerikaanse financiële stress heeft aanzienlijke gevolgen voor Europese economieën. Verschillende papers hebben gekeken naar de spillover-effecten van stress in het Amerikaanse financiële systeem. De conclusie is doorgaans dat de economische gevolgen in Europa van een vergelijkbare omvang zijn als die in de VS. Uit onderzoek van Abbate et al. (2016) blijkt dat na een stijging van de financiële stress in de VS de bbp-daling in andere landen even groot is als in de VS. Evgenidis en Tsagkanos (2017) concluderen dat de reactie van de industriële productie ook van vergelijkbare omvang is in de VS en de eurozone na een financiële stressschok in de VS. Hoewel de bron van de financiële stress niet in Europa ligt, zijn de dalingen in

³ Volgens data van de BIS hebben, bijvoorbeeld, Nederlandse banken ruim twee keer zo veel claims op inwoners van de VS als Australische banken, drie keer zo veel als Belgische banken en bijna zo veel als Duitse banken.

⁴ Tegenpartijrisico verwijst naar het risico dat een contractuele partner, in dit geval een Amerikaanse, zijn financiële verplichtingen niet kan nakomen. Denk aan het niet terugbetalen van een lening of het niet leveren van afgesproken activa.

⁵ Met ernstige schokken worden grote, impactvolle verstoringen bedoeld die bijvoorbeeld voortkomen uit marktturbulentie of economische terugval. Systemische schokken verwijzen naar verstoringen die het gehele financiële stelsel kunnen ontwrichten en zich snel verspreiden naar andere sectoren of landen. Niet elke ernstige schok is systemisch, maar beide kunnen relevant zijn voor financiële stabiliteit.

economische activiteit in Europa net zo groot als in de VS. De transmissiekanalen van deze schokken werken via wereldwijde financiële markten, wisselkoersdynamiek, handelsrelaties en het gedrag van Nederlandse financiële instellingen.

Veranderingen in activaprijzen brengen Amerikaanse financiële ontwikkelingen over naar Nederlandse financiële instellingen. Amerikaanse aandelen- en obligatiemarkten spelen een centrale rol in de wereldwijde financiële omstandigheden. Verschuivingen in waarderingen slaan vaak over op Europese markten. Nederlandse huishoudens die rechtstreeks beleggen in Amerikaanse markten of in andere effecten worden beïnvloed door deze wereldwijde spillovers en zien ook veranderingen in de waarde van hun beleggingen. Nederlandse banken, verzekeraars en pensioenfondsen met een grote blootstelling aan Amerikaanse of wereldwijd gecorreleerde activa kunnen schommelingen in de waarde van hun portefeuilles ervaren. Verzekeraars kunnen daarnaast extra risico lopen als hun contracten zijn herverzekerd bij Amerikaanse partijen die gevoelig zijn voor activaprijsschommelingen. Deze waarderingseffecten kunnen de sterkte van de balans, kapitaalbuffers en beleggingsstrategieën beïnvloeden. Dit kan op zijn beurt de bereidheid van de instellingen beïnvloeden om te lenen of risico te nemen, wat uiteindelijk van invloed is op het kredietaanbod en de financiële omstandigheden in de Nederlandse economie.

Het handels- en economische activiteitskanaal weerspiegelt hoe ontwikkelingen in de Amerikaanse economie en het handelsbeleid de Nederlandse economie beïnvloeden via wereldwijde vraag en handel. Een vertraging van de Amerikaanse economische activiteit kan van invloed zijn op wereldwijde handelsvolumes en grondstoffenprijzen. Invoerheffingen in de VS kunnen de export van Nederlandse bedrijven naar de Amerikaanse markt beperken. Nederlandse bedrijven kunnen worden geraakt door een afname van de wereldhandel en door handelsmaatregelen als invoertarieven. Dit geldt met name voor exporteurs of ondernemingen die geïntegreerd zijn met Amerikaanse zakenpartners in wereldwijde waardeketens. Een zwakkere wereldwijde vraag kan de totale export verlagen, de bedrijfsinkomsten verminderen en de werkgelegenheid beïnvloeden. Dit vergroot op zijn beurt het kredietrisico en vermindert de vraag naar financiële diensten. Banken met kredietportefeuilles die geconcentreerd zijn in bedrijven of sectoren met een hoge blootstelling aan wereldhandelsvolumes en Amerikaanse handelsmaatregelen kunnen te maken krijgen met een toename van niet-renderende leningen. Dit kanaal verbindt daarom Amerikaanse economische ontwikkelingen en handelsbeleidswijzigingen met de prestaties van de Nederlandse reële economie en, indirect, met de financiële sector.

Het kredietkanaal (leenkanaal) brengt veranderingen in de Amerikaanse financiële omstandigheden over op Nederlandse financiële instellingen door hun leencapaciteit en risicogedrag te beïnvloeden. In een situatie van financiële stress kunnen de kredietvoorwaarden in de VS worden aangescherpt, waardoor het risicodragend vermogen van Amerikaanse financiële instellingen afneemt en hun kredietverlening kan teruglopen. Nederlandse financiële instellingen met directe blootstelling aan de VS, of met indirecte blootstelling via wereldwijde kapitaalmarkten, kunnen hierdoor ook te maken krijgen met verslechterde financieringsvoorwaarden. Dit kan gevolgen hebben voor de beschikbaarheid van krediet voor Nederlandse huishoudens en bedrijven. Het kredietkanaal verbindt op deze manier ontwikkelingen in de Amerikaanse financiële omstandigheden met de binnenlandse financiële bemiddeling in Nederland.

Ook de rol van Amerikaanse staatsobligaties als wereldwijde veilige activa en de Amerikaanse dollar als internationale reservemunt is van belang. Wanneer Amerikaanse staatsobligaties dalen in waarde (dat wil zeggen dat de rente op staatsobligaties stijgt), stijgen wereldwijd de financieringskosten. Dit kan ertoe leiden dat de financieringskosten van Nederlandse financiële instellingen toenemen. Anderzijds kan zo'n verandering ook leiden tot een vlucht naar Europese staatsobligaties en de euro, waardoor de kredietvoorwaarden in eurolanden juist kunnen versoepelen en de financieringskosten dalen.

Het wisselkoerskanaal geeft ontwikkelingen in de Amerikaanse economische en financiële omstandigheden door aan de Nederlandse economie via bewegingen in de euro-dollarwisselkoers. Een verandering van de waarde van de euro ten opzichte van andere valuta beïnvloedt het Nederlandse import- en exportconcurrentievermogen, de inflatie en de waarde van in vreemde valuta luidende activa en passiva die door financiële instellingen en beleggers worden aangehouden. Hoofdstuk 4 bespreekt dit kanaal in meer detail.

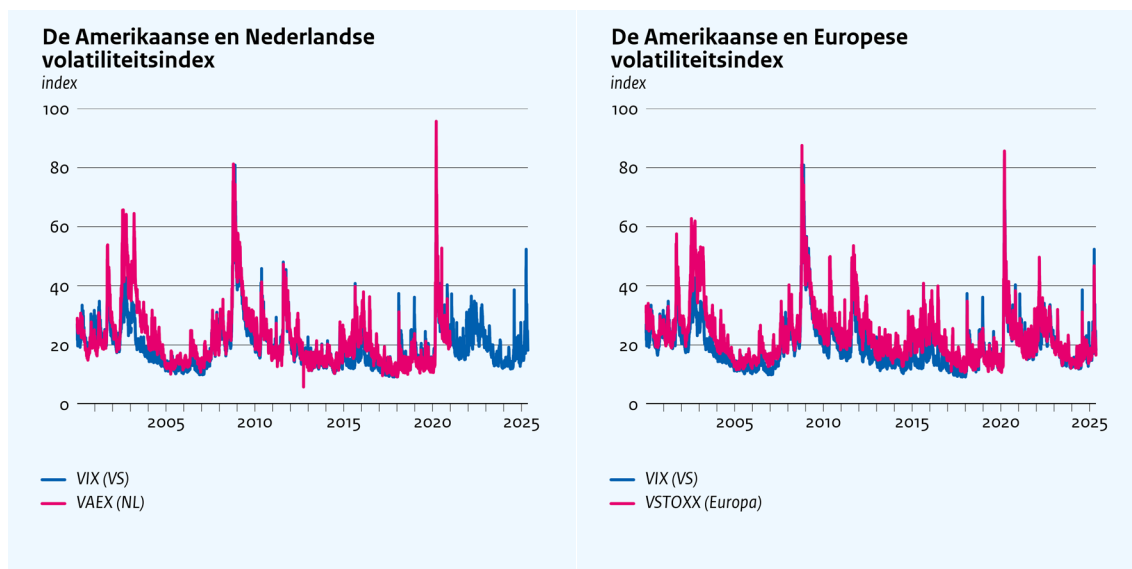
2.3 Verwevenheid tussen de Amerikaanse en Nederlandse effectenmarkten

De Amerikaanse en Nederlandse effectenmarkten zijn sterk met elkaar verbonden. Een reden hiervoor is de gedeelde wereldwijde risicobereidheid, die investeerders ertoe aanzet hun posities op markten aan te passen als reactie op gemeenschappelijke schokken (Chari et al., 2023; Jordà et al., 2019; Raddant & Kenett, 2021; Rey, 2015). Een andere factor is de synchronisatie van monetaire beleidscycli, die wereldwijde risicobereidheidsprikkels beïnvloedt (Ca'Zorzi et al., 2023; Georgiadis, 2016). Internationale investeerders worden vaak geconfronteerd met vergelijkbare investeringsbeperkingen op beide markten, wat parallelle bewegingen versterkt (Clark & Monk, 2017; Froot & Ramadorai, 2008). Tot slot zijn veel multinationale bedrijven actief in zowel de VS als Nederland, waardoor directe financiële verbindingen en transmissiekanalen ontstaan.

De Amerikaanse en Nederlandse aandelenmarkten zijn nauw met elkaar verbonden. Figuur 2.2 toont de volatiliteitsindices VIX, VAEX en de VSTOXX, die respectievelijk de verwachte kortetermijnvolatiliteit van de Amerikaanse S&P 500, de Nederlandse AEX-index en de Europese STOXX-index weerspiegelen.⁶ De hoge correlatie van 0,90 tussen de Amerikaanse en de twee Europese indices geeft aan dat de volatiliteitsverwachtingen nauw op elkaar aansluiten. Dit suggereert dat verwachtingen van marktstress en risico gelijktijdig in beide markten worden geprijsd. De Nederlandse aandelenmarkt heeft ook een aanzienlijke blootstelling aan Amerikaanse aandelen, waardoor deze zeer gevoelig is voor schommelingen op de Amerikaanse markt. Als gevolg hiervan zal een neergang op de Amerikaanse aandelenmarkt waarschijnlijk een impact hebben op de Nederlandse aandelenmarkt.

⁶ De VAEX index wordt sinds 2021 niet meer bijgehouden en loopt daarom eerder af dan de VIX index.

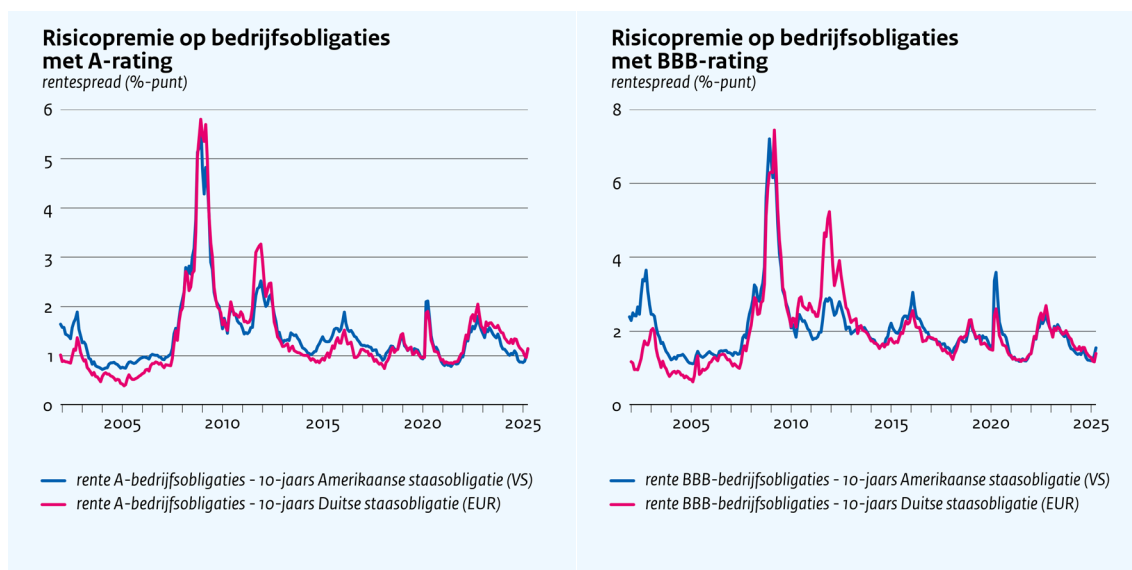
Figuur 2.2 De Amerikaanse (VIX), Nederlandse (VAEX) en Europese (VSTOXX) volatiliteitsindices sluiten nauw op elkaar aan



Bron: FRED, Macrobond

Niet alleen aandelenmarkten, maar ook bedrijfsobligatiemarkten in de VS en de eurozone vertonen een sterke samenhang. De bedrijfsobligatierendementen in de eurozone en de VS hebben een hoge correlatie over de periode van 1996 tot 2024 (figuur 2.3). De samenhang geldt voor meerdere risicoklassen van bedrijfsobligaties; de correlatie voor obligaties met weinig wanbetalingsrisico (A-bedrijfsobligaties) is 0,96 en voor obligaties met matig wanbetalingsrisico (BBB-bedrijfsobligaties) is de correlatie 0,86. Deze sterke co-beweging in de bedrijfsobligatiemarkten onderschrijft het mondiale karakter van kredietmarkten en de invloed van gedeeld risicosentiment en beleggersgedrag tussen regio's.

Figuur 2.3 Risicopremies op bedrijfsobligaties in de VS en de eurozone



Bron: Macrobond

Inflatie, zachte wanbetalingen en financiële stress: de rol van de Federal Reserve

De Amerikaanse centrale bank, de Federal Reserve (Fed), speelt een belangrijke rol bij het stabiliseren van de inflatie, het opvangen van economische schommelingen en het behouden van financiële stabiliteit. De doelstellingen van de Fed zijn: 1) maximale werkgelegenheid, 2) stabiele prijzen en 3) gematigde langetermijnrentes. Normaal gesproken houdt de Fed de inflatie dicht bij de inflatiedoelstelling door rentetarieven aan te passen en zorgt ze voor orde op de financiële markten door bijvoorbeeld dollarliquiditeit aan te bieden wanneer dat nodig is. Deze dollarliquiditeit wordt ook aangeboden aan sommige buitenlandse partijen. Op deze manier draagt de Fed ook bij aan financiële stabiliteit in de rest van de wereld. Door regelmatig te communiceren over toekomstig beleid wordt het monetaire beleid van de Fed voorspelbaarder. Dit beïnvloedt het economisch gedrag meteen en vermindert onzekerheid op de financiële markten.

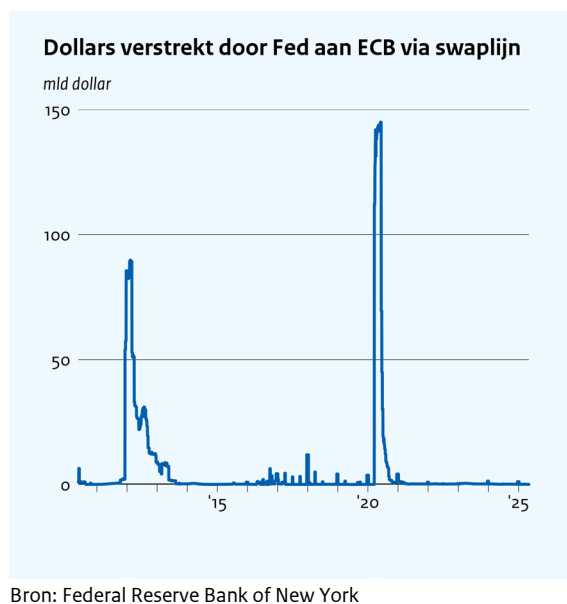
Het vermogen van de Fed om haar doelstellingen te behalen, is echter uiteindelijk afhankelijk van de begrotings- en politieke beslissingen van de Amerikaanse overheid. Zo kunnen twijfels over de status van Amerikaans staatspapier als veilige investering leiden tot financiële onrust. Dit heeft gevolgen voor de reële economie, doet de werkloosheid toenemen en heeft invloed op de inflatie. Daarnaast zorgt financiële stress voor hogere risicopremies en stijgende langetermijnrentes. Op de lange termijn kunnen buitensporige begrotingstekorten ertoe leiden dat de Fed haar inflatiedoelstellingen niet meer kan behalen vanwege het effect van begrotingstekorten op de inflatie.

Het is niet ondenkbaar dat de Fed in een positie terechtkomt waarin het behalen van deze doelstellingen moeilijk of onmogelijk wordt. In de jaren zestig en zeventig oefenden de presidenten Johnson en Nixon druk uit op de Fed om rentes laag te houden ter ondersteuning van hun beleidsagenda's. Dit was een van de redenen voor de toenmalige hoge inflatie in de VS. Zelfs als politieke druk het beleid van de Fed niet direct verandert, bestaat het risico dat de geloofwaardigheid van de Fed wordt aangetast onder onzekerheid. Dit vermindert haar effectiviteit. Meer direct draagt de Amerikaanse president elke vier jaar de voorzitter en twee vicevoorzitters van de Fed aan ter goedkeuring aan de senaat. Daardoor heeft de federale overheid invloed, ondanks de wettelijke onafhankelijkheid van de Fed. De termijn van de huidige voorzitter, Jerome Powell, loopt af in 2026. Sinds het aantreden van de tweede regering-Trump staat de onafhankelijke positie van de Fed weer ter discussie. Ook zonder politisering van de Fed is het goed mogelijk dat Trump een opvolger voor Powell benoemt die minder streng is op inflatie, wat kan leiden tot aanhoudend hogere inflatie die de reële waarde van Amerikaanse staatsschuld aantast, met andere woorden een zachte wanbetaling.

(vervolg op volgende pagina)

Samenwerkingen tussen centrale banken dragen ook bij aan het behalen van de doelstellingen van de Fed door de markten voor dollarleningen betrouwbaar te maken. De Fed stemt regelmatig af met andere centrale banken om financiële markten soepel te laten functioneren. Deze coördinatie is vooral belangrijk in tijden van crisis, zoals de wereldwijde grote financiële crisis van 2008 of tijdens de eerste golf van de COVID-19-pandemie in 2020. Een manier waarop centrale banken samenwerken, is via swaplijnen. Veel goederen, diensten en financiële producten worden in dollars verhandeld. Daarom hebben marktdeelnemers dollars nodig om deze transacties te faciliteren. Als de lokale centrale bank niet genoeg dollars heeft om aan de vraag te voldoen, heeft de Fed afspraken met andere centrale banken om dollars te ruilen tegen andere valuta. Zo kunnen lokale centrale banken de benodigde dollars leveren. De Fed heeft swaplijnen met de Bank of Canada, de Bank of England, de ECB, de Bank van Japan en de Zwitserse Nationale Bank. Het bestaan van deze swaplijnen zorgt ervoor dat marktdeelnemers zich geen zorgen hoeven te maken of ze de dollars kunnen krijgen die ze nodig hebben, waardoor hamstergedrag in onzekere tijden wordt voorkomen. De bedragen kunnen fors zijn: in april 2020 heeft de ECB bijna 150 mld dollar ontvangen van de Fed via swaplijnen, zie figuur 2.1. Volgens de Federal Reserve Act ligt de beslissing over wie toegang krijgt tot dollar swaplijnen bij de Fed en niet bij de regering. Dit betekent formeel dat het mandaat van de Fed aangepast zou moeten worden als de regering wil voorkomen dat de Fed swaplijnen gebruikt. Het is belangrijk voor de financiële stabiliteit dat deze swaplijnen intact blijven.

Figuur 2.1 Tijdens crises voorziet de Fed de ECB van dollars via swaplijnen



Wanneer financiële stress de Amerikaanse bedrijfsobligatie- of aandelenmarkten treft, vormt dit een besmettingsrisico voor de effectenmarkten van de eurozone. Dit was duidelijk zichtbaar tijdens meerdere periodes, zoals de wereldwijde financiële crisis en de COVID-19-schok, waarbij stijgende Amerikaanse spreads snel werden weerspiegeld in Europese markten. Dit onderstreept hoe beleggersgedrag, herverdeling van portefeuilles en benchmark gestuurde prijsstellingsschokken zich snel over grenzen heen bewegen. Door de sterke financiële en beleggingsverbindingen versterkt de onderlinge verbondenheid tussen de Amerikaanse en Nederlandse financiële markten dit besmettingskanaal. Dat maakt Nederlandse markten bijzonder gevoelig voor ontwikkelingen in de VS.

2.4 Verwevenheid van Nederlandse financiële instellingen met de Verenigde Staten

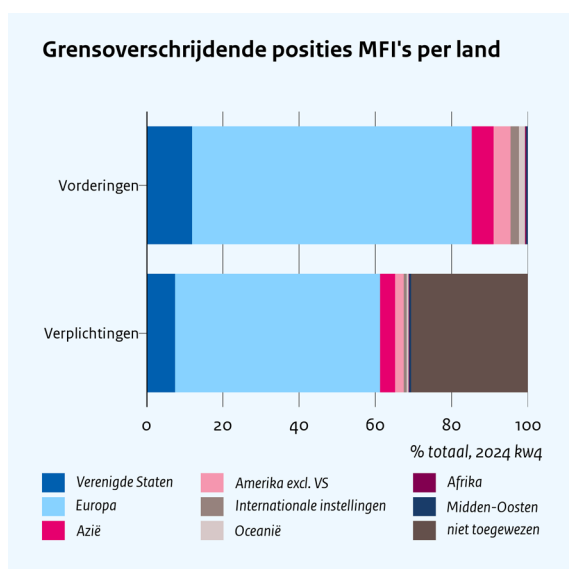
In Nederland gevestigde monetaire en financiële instellingen hebben sterke financiële banden met de rest van de wereld. Aan het einde van het vierde kwartaal van 2024 bedroegen de totale buitenlandse bezittingen van monetaire en financiële instellingen (MFI's),⁷ exclusief De Nederlandsche Bank (DNB), 46,8% van hun totale activa. Aan de passivazijde vertegenwoordigden buitenlandse schulden een groter deel, goed voor 50,1% van de totale schulden. Dit beeld benadrukt de gevoeligheid van het Nederlandse financiële systeem voor internationale financiële omstandigheden. Het hogere aandeel aan de passivazijde suggereert dat Nederlandse MFI's relatief afhankelijk zijn van buitenlandse financiering. Dit hoeft echter niet per se risicovol te zijn. De mate van risico hangt onder andere af van de valutacompositie van deze verplichtingen. Bovendien kan internationale spreiding ook stabiliserend kan werken.

De VS speelt een belangrijke rol in de grensoverschrijdende blootstelling van in Nederland gevestigde MFI's. Eind maart 2024 was 12% van de grensoverschrijdende bezittingen van Nederlandse MFI's op Amerikaanse tegenpartijen, waardoor de VS de grootste niet-Europese bestemming voor hun bezittingen was (figuur 2.4). Aan de passivazijde was 7,5% van de grensoverschrijdende schulden aan Amerikaanse tegenpartijen. Hoewel Europa de internationale posities van deze instellingen domineert, is het Amerikaanse aandeel relatief bescheiden maar niettemin aanzienlijk.

Deze blootstellingen onderstrepen de relevantie van de VS als zowel een bron van financiering als een bestemming voor investeringen voor Nederlandse MFI's. De rol van de VS als een belangrijke tegenpartij in grensoverschrijdende bezittingen en schulden weerspiegelt een betekenisvolle financiële blootstelling aan de Amerikaanse economie, bijvoorbeeld door investeringen in Amerikaanse effecten of leningen aan in de VS gevestigde instellingen. Tegelijkertijd is een aanzienlijk deel van de buitenlandse financiering voor Nederlandse MFI's afkomstig uit de VS. Samen illustreren deze bezittingen en schulden hoe Amerikaanse economische en financiële ontwikkelingen het Nederlandse financiële systeem kunnen beïnvloeden via de transmissiekanalen die in paragraaf 2.2 zijn genoemd.

⁷ Monetaire en financiële instellingen zijn instellingen die bijdragen aan geldschepping en kredietverlening binnen het financiële stelsel, waaronder centrale banken, commerciële banken en geldmarktfondsen.

Figuur 2.4 Grensoverschrijdende vorderingen en verplichtingen van Nederlandse MFI's zijn voornamelijk geconcentreerd in Europa



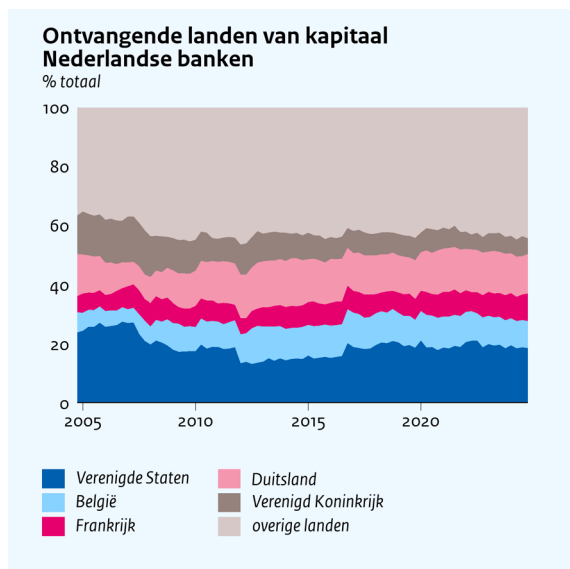
Noot: Amerika betreft hier het continent: Noord-, Midden- en Zuid-Amerika

Bron: DNB ([link](#)), Grensoverschrijdende posities van de in Nederland gevestigde MFI's. Amerika betreft hier het continent: Noord-, Midden- en Zuid-Amerika

Buitenlandse kredietverlening door de Nederlandse bankensector

De samenstelling van de buitenlandse kredietportefeuille van de Nederlandse bankensector lijkt in grote lijnen evenredig te zijn met de economische omvang van de landen en hun belang in het wereldwijde financiële systeem. Figuur 2.5 toont de verdeling van buitenlandse kredietverlening over meerdere landen van 2005 tot 2024, waaronder de VS, België, Frankrijk, Duitsland en het VK. Hoewel de aandelen per land licht fluctueren, blijft de totale verdeling door de jaren heen opvallend stabiel. Dit wijst op een consistente en evenwichtige spreiding van kredietrisico's.

Figuur 2.5 Rol van VS in buitenlandse kredietverlening door Nederlandse banken is beperkt

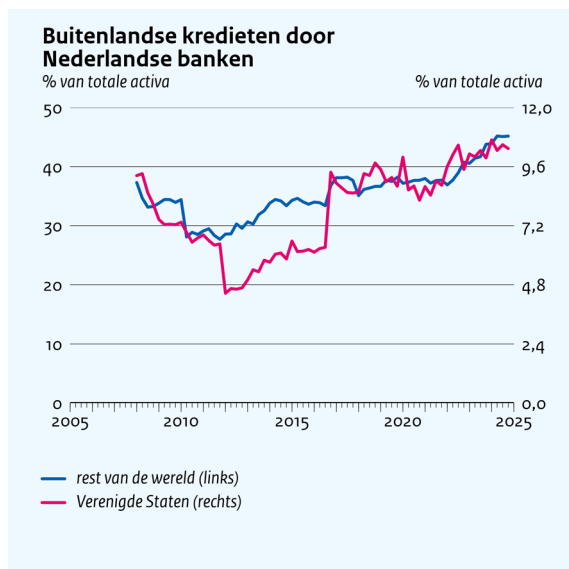


Noot: Onder 'overige landen' vallen: Argentinië, Aruba, Brazilië, Canada, China, Curaçao, Cyprus, Denemarken, Finland, Griekenland, Guernsey, Hongkong, IJsland, India, Indonesië, Ierland, Italië, Japan, Kazachstan, Luxemburg, Malta, Noorwegen, Oekraïne, Oostenrijk, Panama, Peru, Portugal, Singapore, Spanje, Turkije, Uruguay, Verenigde Arabische Emiraten, Voormalige Nederlandse Antillen, West-Indië, Zweden, Zwitserland.

Bron: DNB ([link](#)) (Geconsolideerde activa van binnenlandse kredietinstellingen, kredietverlening op basis van uiteindelijke debiteur).

De kredietverlening door Nederlandse banken aan de VS beweegt in lijn met hun kredietverlening aan andere landen. Figuur 2.6 illustreert de buitenlandse kredietverlening door Nederlandse banken, met een onderscheid tussen kredietverlening aan de VS en aan andere landen, exclusief de VS. In het vierde kwartaal van 2024 bedroeg de kredietverlening aan de VS circa 10,3% van de totale activa op geconsolideerde basis van de Nederlandse bankensector. Sinds het eerste kwartaal van 2012 is deze blootstelling aan Amerikaanse debiteuren gestaag toegenomen. Het is daarbij relevant te benadrukken dat sinds die periode niet alleen de Amerikaanse blootstelling, maar ook die aan andere buitenlandse debiteuren is gestegen. Dit wijst op een bredere toename van internationale kredietverlening binnen de Nederlandse bankensector.

Figuur 2.6 Kredietverlening door Nederlandse banken aan Amerikaanse partijen sinds 2012 toegenomen



Bron: DNB ([link](#), [link](#)) (Geconsolideerde activa van binnenlandse kredietinstellingen, kredietverlening op basis van uiteindelijke debiteur en Geconsolideerde balans van de Nederlandse bankensector)

Het aandeel van Nederland in de totale buitenlandse vorderingen op de VS is relatief beperkt, maar de blootstelling ten opzichte van de Nederlandse bankbalans is aanzienlijk. Aan het einde van 2024 bedroeg het aandeel van de Nederlandse bankensector in de totale buitenlandse vorderingen op Amerikaanse inwoners 3,3% (tabel 2.1). Dit ligt lager dan het aandeel van bijvoorbeeld Frankrijk (7,6%) en Duitsland (4,2%). Wanneer we echter kijken naar de geconsolideerde vorderingen op Amerikaanse inwoners als percentage van de totale activa van binnenlandse banken, ligt de relatieve blootstelling van Nederland hoger (tabel 2.2). In 2024 maken deze vorderingen 11,3% uit van de totale activa van de Nederlandse bankensector, tegenover 7,6% voor Frankrijk en 4,4% voor Duitsland. Bovendien laat de blootstelling ten opzichte van de totale activa een stijgende trend zien (figuur 2.6). Dit wijst op een relatief grotere afhankelijkheid van de Nederlandse bankensector van Amerikaanse debiteuren, ondanks het beperkte aandeel in mondiale termen.

Tabel 2.1 Aandeel binnenlandse banksectoren in de totale buitenlandse vorderingen op inwoners van de VS (%)

	2022	2023	2024
Japan	26,5	27,9	27,7
Canada	23,4	24,1	23,3
Verenigd Koninkrijk	15,1	16,1	16,8
Frankrijk	7,4	6,7	7,6
Zwitserland	7,4	5,8	5,3
Duitsland	4,9	4,7	4,2
Nederland	3,6	3,5	3,3
Australië	1,7	1,5	1,7
Italië	0,8	0,8	0,7
België	0,2	0,3	0,2

Bron: BIS ([link](#))

Tabel 2.2 Geconsolideerde vorderingen op inwoners van de VS (% van de geconsolideerde totale activa van binnenlandse banken)

	2022	2023	2024
Canada	28,8	31,3	32,3
Verenigd Koninkrijk	14,1	16,4	18,3
Zwitserland	16,4	14,7	15,1
Nederland	10,3	10,8	11,3
Frankrijk	6,3	6,0	7,6
Duitsland	4,2	4,4	4,4
Australië	3,6	3,4	4,3
Italië	1,6	2,2	2,2
België	1,6	2,5	2,1

Bron: BIS ([link](#))

Beleggingen door Nederlandse pensioenfondsen

Nederlandse pensioenfondsen vormen een belangrijk onderdeel van het Nederlandse financiële stelsel. Het gaat om een totaal beheerd vermogen van ongeveer 1,6 bln euro eind derde kwartaal van 2024.⁸ Ter vergelijking: de Nederlandse bankensector beheerde op dat moment circa 2,8 bln euro aan activa.⁹ Hoewel de pensioenfondsensector kleiner in omvang is, is deze allerm minst verwaarloosbaar. Pensioenfondsen spelen

⁸ Bron: [DNB](#), Activa en passiva van pensioenfondsen

⁹ Bron: [DNB](#), Geconsolideerde balans van de Nederlandse bankensector

vanwege hun omvangrijke balans en langdurige schulden bovendien een belangrijke rol in de financiële stabiliteit van Nederland.

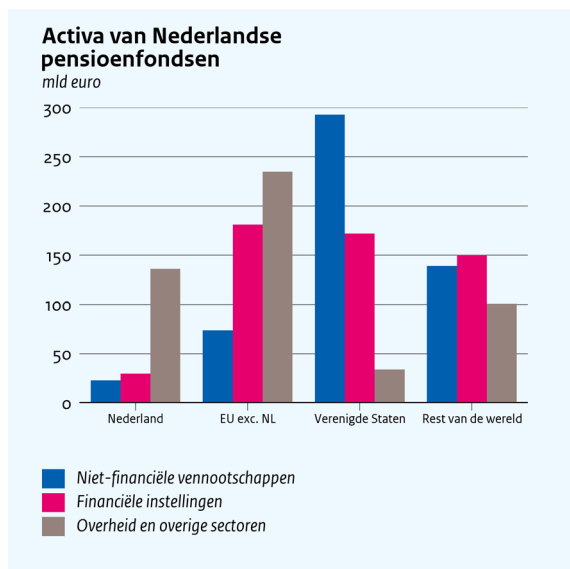
Stress bij pensioenfondsen kan directe gevolgen hebben voor Nederlandse huishoudens en voor de prijzen van financiële activa. Een groot deel van het vermogen van Nederlandse huishoudens wordt aangehouden via pensioensparen. Vermogensverliezen kunnen leiden tot negatieve vermogenseffecten en daarmee lagere consumptie op korte termijn, en mogelijk lagere pensioenuitkeringen op langere termijn. Ook kunnen spanningen leiden tot herwaarderingen of gedwongen verkopen van activa (*fire sales*), waardoor markten verder onder druk kunnen komen te staan en activaprijzen nog verder dalen. Vanwege hun omvang en internationale beleggingsportefeuilles is het van belang om te beoordelen in hoeverre spanningen in het Amerikaanse financiële systeem niet alleen invloed kunnen hebben op Nederlandse banken, maar ook op pensioenfondsen.

Nederlandse pensioenfondsen beschikken over een wereldwijd gespreide beleggingsportefeuille, met een substantiële blootstelling aan de VS. Uit de geografische verdeling van de beleggingen blijkt dat pensioenfondsen meer investeren in Europa (679 mld euro) dan in de VS (499 mld euro; figuur 2.7). Binnen de Europese Unie (EU) is het grootste deel van de beleggingen gericht op de overheid en overige sectoren,¹⁰ gevolgd door financiële instellingen. Daarentegen zijn de beleggingen in de VS sterk geconcentreerd in niet-financiële vennootschappen, waarmee de VS de belangrijkste regio vormt voor dit type belegging. Deze Amerikaanse beleggingen bestaan grotendeels uit aandelen (254 mld euro), met een kleiner aandeel in obligaties en leningen (39 mld euro). In overige landen is de sectorale verdeling evenwichtiger.

Het relatief hoge aandeel van beleggingen in Amerikaanse niet-financiële vennootschappen is deels te verklaren door het verschil in marktomvang. De marktkapitalisatie van Amerikaanse ondernemingen bedraagt ongeveer 54 bln dollar, tegenover 12 bln dollar voor Europese bedrijven. Wanneer hiermee rekening wordt gehouden, blijkt dat de beleggingen van pensioenfondsen in Amerikaanse ondernemingen in verhouding tot de marktomvang juist relatief beperkt zijn. Een grote allocatie naar de Amerikaanse markt kan bovendien passen binnen een wereldwijde diversificatiestrategie. Dit weerspiegelt de diepte, liquiditeit en het wereldwijde bereik van de Amerikaanse effectenmarkten, die niet alleen Amerikaanse ondernemingen en fondsen huisvesten, maar ook internationale bedrijven en wereldwijd gespreide exchange-traded funds (ETF's).

¹⁰ Huishoudens en instellingen zonder winstoogmerk ten behoeve van huishoudens.

Figuur 2.7 Nederlandse pensioenfondsen beleggen vooral in Europese overheden en Amerikaanse bedrijven



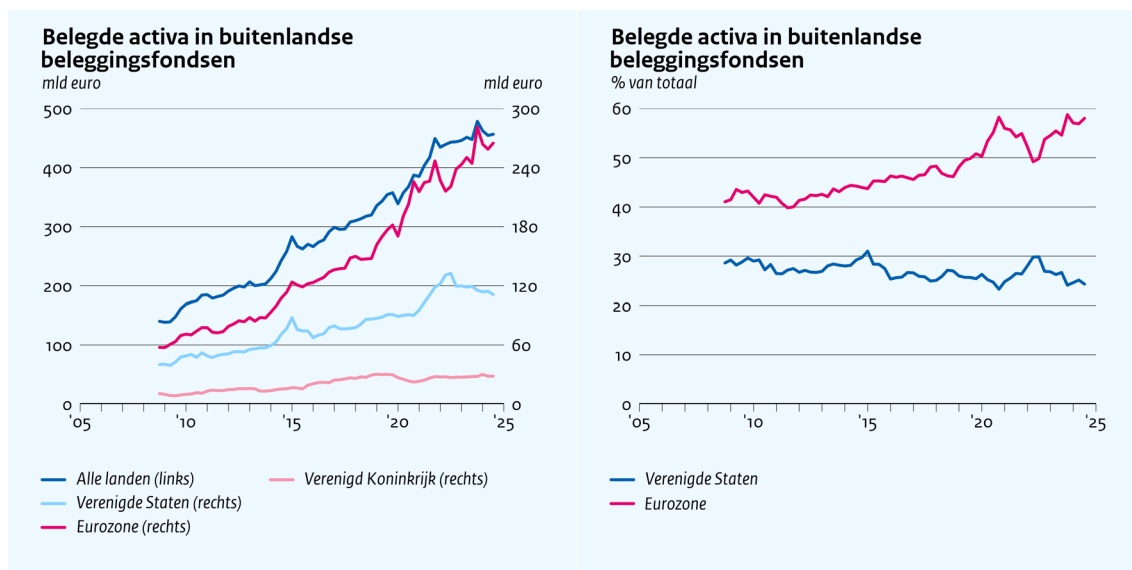
Bron: DNB ([link](#)), Activa en passiva van pensioenfondsen naar geografisch gebied, vierde kwartaal 2024

Nederlandse beleggingen in buitenlandse beleggingsfondsen

Amerikaanse beleggingsfondsen spelen een belangrijke rol in het wereldwijde financiële systeem vanwege de diepte en ontwikkeling van Amerikaanse financiële markten. Als gevolg hiervan kunnen Nederlandse investeringen in Amerikaanse fondsen Nederlandse portefeuilles kwetsbaarder maken voor schokken in de activaprijzen die hun oorsprong vinden in de VS. Dergelijke prijsschokken kunnen overslaan naar de Nederlandse economie. Als huishoudens de uiteindelijke eigenaren zijn van deze beleggingen, kan dit leiden tot negatieve vermogenseffecten en daarmee tot lagere consumptie. Wanneer de portefeuilles in handen zijn van ondernemingen, kunnen hun investeringsbeslissingen onder druk komen te staan. Financiële instellingen kunnen zowel direct geraakt worden via hun eigen beleggingen in Amerikaanse beleggingsfondsen als indirect via blootstelling aan huishoudens en bedrijven, bijvoorbeeld in de vorm van verstrekte leningen of aangetrokken financiering. In zulke gevallen kunnen de balansen van financiële instellingen verslechteren, wat bredere gevolgen kan hebben voor de financiële stabiliteit.

Het relatieve belang van Amerikaanse fondsen in de portefeuille van Nederlandse buitenlandse beleggingsfondsen nam de afgelopen jaren af ten gunste van fondsen in de eurozone. Investerings van Nederlandse partijen in Amerikaanse beleggingsfondsen bleven in absolute termen relatief stabiel, maar investeringen in eurozonefondsen namen tussen 2009 en 2024 aanzienlijk toe (figuur 2.8, links). Investerings in Britse fondsen bleven grotendeels ongewijzigd en vormden slechts een klein deel van het totaal. Deze verschuiving duidt op een groeiende voorkeur voor eurozonefondsen. Figuur 2.8 (rechts) toont de relatieve aandelen van Nederlandse investeringen in Amerikaanse en eurozonefondsen als percentage van de totale buitenlandse beleggingsfondsbezittingen. Hieruit blijkt dat het aandeel van eurozonefondsen in 2024 steeg tot 58%, terwijl het Amerikaanse aandeel daalde tot onder de 25%.

Figuur 2.8 Beleggingen in eurozonefondsen domineren Nederlandse portefeuille van buitenlandse beleggingsfondsen



Bron: DNB ([link](#)), Nederlands belegd vermogen in buitenlandse beleggingsfondsen; naar land van vestiging beleggingsfonds

Blootstellingen van verzekeraars

Nederlandse kunnen ook zijn blootgesteld aan de VS via hun beleggingen in staats- en bedrijfsobligaties, als ook via herverzekeringsrelaties, al is niet duidelijk hoe groot dit is. Exacte cijfers voor verzekeraars over de blootstellingen aan de VS zijn niet publiekelijk beschikbaar. Daarom zijn de risico's die komen kijken bij deze blootstellingen moeilijk te duiden. Verzekeraars, met hun voorkeur voor stabiele kasstromen, kunnen bijvoorbeeld in Amerikaanse vastrentende waarden (zoals overheids- en bedrijfsobligaties) investeren vanwege de diepte en liquiditeit van deze markten. Tegelijkertijd kunnen herverzekeringscontracten met Amerikaanse partijen leiden tot extra risico's, met name als veranderingen in de waarde van onderliggende activa bij deze herverzekeraars doorwerken naar de Nederlandse verzekeraar. Vanaf 1 januari 2025 zijn Nederlandse herverzekeraars echter aan strengere regelgeving over herverzekeringen buiten de EU, waardoor herverzekeren via Amerikaanse tegenpartijen ook lastig is geworden.¹¹

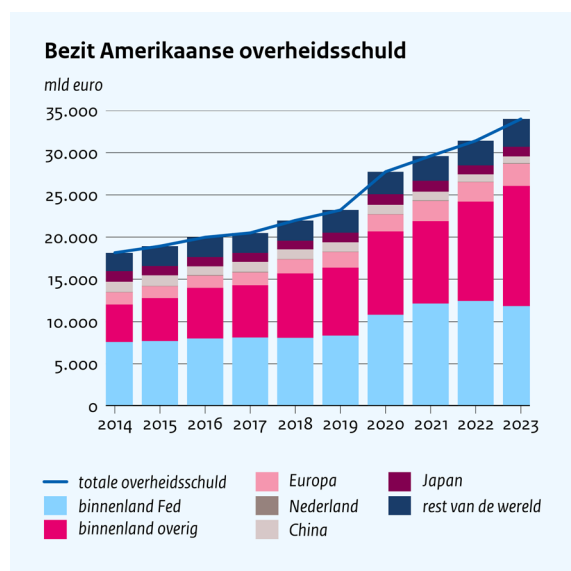
¹¹ Zie bijvoorbeeld de toelichting van DNB over activa-intensieve herverzekeringscontracten ([link](#)).

3 De Amerikaanse staatsschuld

3.1 Inleiding

De Amerikaanse staatsschuld wordt al lang beschouwd als een van de veiligste investeringen ter wereld. Deze rol als veilige haven (*safe haven*) is te danken aan de omvang van de Amerikaanse economie en de daarmee samenhangende liquiditeit van de schuld (He & Krishnamurthy, 2020). Ook het vertrouwen dat buitenlandse investeerders hebben in de terugbetaalcapaciteit van Amerikaanse tegenpartijen en de waarde van deze activa spelen een rol. Het feit dat de dollar de meest gebruikte valuta is in de internationale handel en als reservevaluta fungeert, vergemakkelijkt ook de financiering van de Amerikaanse staatsschuld. Amerikaanse obligaties worden als gevolg wereldwijd aangehouden als belegging: met name in Europa, en in mindere mate in Japan en China (figuur 3.1).

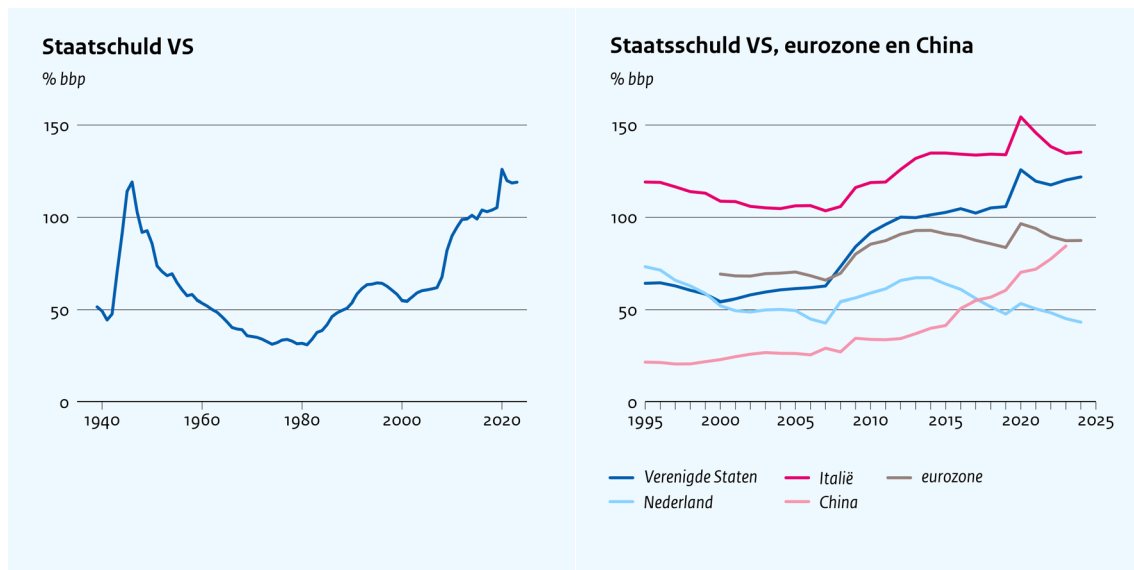
Figuur 3.1 Een belangrijk deel van de Amerikaanse schuld (23%) is door het buitenland gefinancierd



Bron: US Department of the Treasury

De afgelopen jaren is de Amerikaanse staatsschuld echter hard gestegen. Eind 2024 bedroeg de schuld 122% bbp, het hoogste percentage van het bbp sinds 1946 (figuur 3.2, links). Vooral sinds 2008 is de Amerikaanse staatsschuld sterk gestegen (figuur 3.2, rechts). Dit houdt verband met verstrekte staatssteun, bedoeld om de grote financiële crisis van 2008 en de neergang van de economie tijdens de COVID-19-pandemie te dempen. Daarnaast dragen ook structurele factoren bij aan de stijging van de staatsschuld, zoals vergrijzing en de daarmee samenhangende hogere kosten voor sociale zekerheid en gezondheidszorg. Ook is de rente op Amerikaanse obligaties de afgelopen jaren gestegen (figuur 3.3). De druk op het begrotingstekort wordt vergroot door de oplopende rentekosten in combinatie met de hogere overheidsschuld. In 2024 bedroegen de nettorentelasten 3,1%, ondanks de lage rente duidelijk boven het gemiddelde van 2,1% bbp tussen 1975 en 2024 (Congressional Budget Office, [CBO], 2025). De inkomsten van de overheid zijn in de tussentijd bijna constant gebleven als percentage van het bbp.

Figuur 3.1 De staatsschuld van de VS, China en de eurozone is de afgelopen jaren hard gestegen en is nu historisch hoog



Bron: FRED, Eurostat, CPB en Global Debt Database

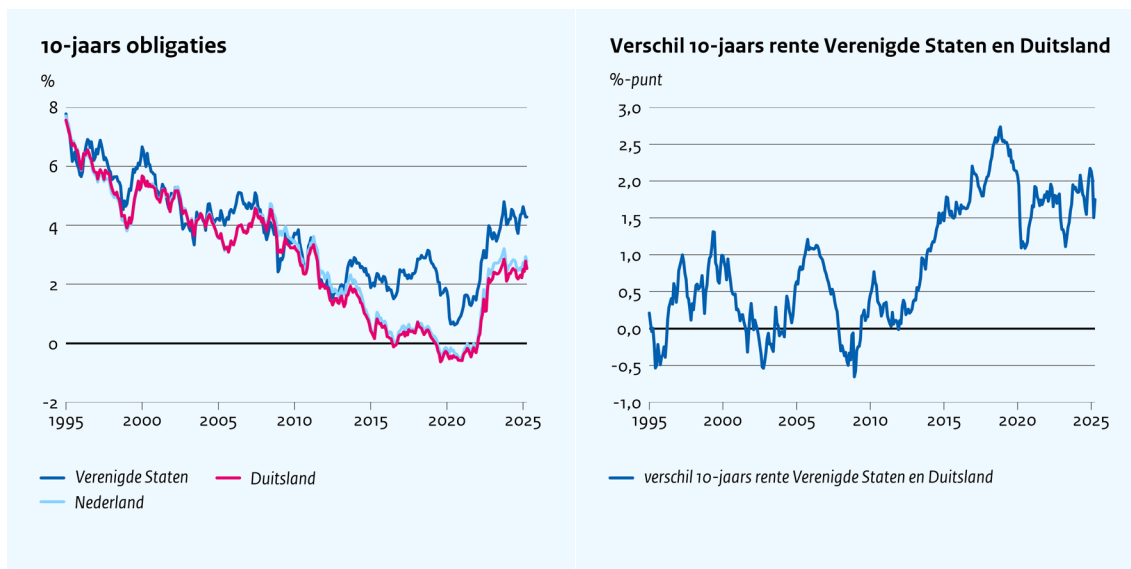
Ramingen laten zien dat de staatsschuldquote nog verder zal stijgen, wat het vertrouwen van investeerders in de Amerikaanse obligaties onder druk kan zetten. De Amerikaanse regering streeft ernaar de overheidsuitgaven te verlagen en wil de inkomenskant van de begroting aanvullen met de opbrengst van de handelstarieven. Tegelijkertijd wil zij andere type belastingen verlagen. Dit beleid heeft onzekere gevolgen voor het begrotingstekort en de ontwikkeling van de staatsschuld. Het Congressional Budget Office (CBO) voorspelt echter dat de Amerikaanse staatsschuld in de komende jaren verder zal toenemen. De netto overheidsschuld, dus exclusief intergouvernementele verplichtingen,¹² zou stijgen van 100% bbp in 2025 naar 118% bbp in 2035 (CBO, 2025).

Het verschil tussen de Amerikaanse en de Duitse 10-jars rente nam vanaf 2013 toe, vooral door een vlucht naar veiligheid binnen Europa tijdens de eurocrisis. De eurocrisis leidde tot zorgen over de houdbaarheid van staatschulden in met name Zuid-Europese lidstaten. Vanwege de vlucht naar veiligheid stapten investeerders over naar overheidsobligaties van onder andere Duitsland en Nederland. Hierdoor daalden de rentes in Duitsland en Nederland sterk (Garcia & Gimeno, 2014), en liep daarmee het verschil met de VS op (figuur 3.3, rechts). In Amerika bleef de rente in deze periode vrij stabiel (figuur 3.3, links). Daarnaast daalden de inflatieverwachtingen voor de eurozone tijdens de eurocrisis ten opzichte van die van de VS. Met relatief hogere inflatieverwachtingen gaan ook hogere rentes gepaard, doordat centrale banken dan een hogere rente hanteren om inflatie te beteugelen. Hierdoor kan het renteverval tussen de VS en Duitsland hoog zijn gebleven (zie bijvoorbeeld Galati et al., 2018).

In dit hoofdstuk analyseren we de risico's die een stijgende Amerikaanse overheidsschuld met zich meebrengt en de blootstelling van het Nederlandse financiële stelsel hieraan. In paragraaf 3.2 gaan we in op de directe risico's die voortvloeien uit een stijgende Amerikaanse overheidsschuld. In paragraaf 3.3 bespreken we de blootstelling van Nederlandse banken en pensioenfondsen aan Amerikaanse staatsobligaties.

¹² Intergouvernementele schulden zijn staatsschulden aangehouden door andere onderdelen van de overheid, zoals de Fed en Amerikaanse lokale overheden, inclusief pensioenfondsen.

Figuur 3.3 De rente op 10-jaars Amerikaanse obligaties en het verschil tussen de Amerikaanse en Duitse 10-jaars rente is de afgelopen jaren gestegen



Bron: Macrobond

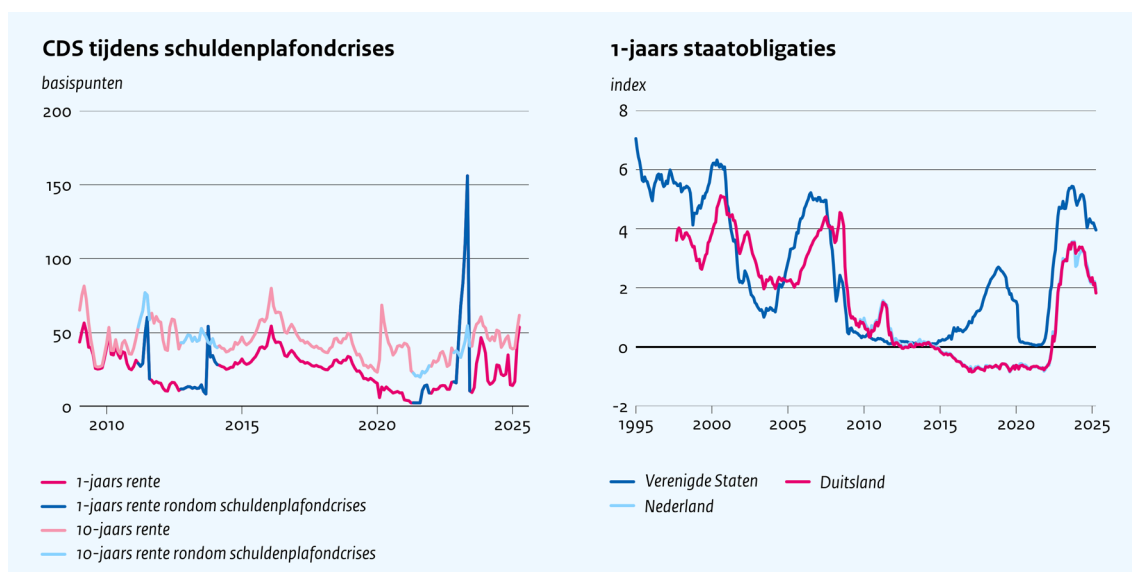
3.2 Risico's gerelateerd aan de Amerikaanse staatschuld

Een wanbetaling van de VS of een dalend vertrouwen in Amerikaanse staatsobligaties kan Nederland sterk treffen, met name via indirecte kanalen. De blootstelling van het Nederlandse financiële stelsel aan Amerikaanse staatsobligaties is beperkt (zie paragraaf 3.3). Hierdoor zouden de directe effecten door afschrijvingen van de staatschuld of een waardedaling van de obligaties ook beperkte effecten hebben voor de positie van banken en pensioenfondsen. Toch kunnen de effecten via verschillende indirecte kanalen aanzienlijk zijn. Dat heeft diverse redenen. Ten eerste zou de onzekerheid op de wereldwijde financiële markten toenemen (Andrade & Chhaochharia, 2018), wat leidt tot hogere risicopremies en rentes (Liu, 2023). Via dit kanaal zou meer onzekerheid over de terugbetaalcapaciteit van de Amerikaanse overheid kunnen overslaan naar Europa, doordat investeerders mogelijk minder risico's willen nemen. Ten tweede zou het Amerikaanse financiële stelsel zelf zwaar worden getroffen door de grote blootstelling aan staatsobligaties (figuur 3.1, rechts) (Bocola, 2016). Via de onderlinge verwevenheden van financiële stelsels (zie ook paragraaf 2.4.) kan Nederland hierdoor indirect worden geraakt. Ten slotte zou een dergelijke schok leiden tot een waardedaling van de dollar en een volatielere wisselkoers (Brutti, 2011; Della Corte et al., 2022; Na et al., 2018). Dit zou ook de Nederlandse economie beïnvloeden, via grotere handelonzekerheid en mogelijk gepaard gaande hogere handelskosten.

Het risico op een wanbetaling van de Amerikaanse overheid is in principe klein. Dit komt doordat de Amerikaanse staatschuld is gedenomineerd in dollars. De dollar geldt als reservemunt en speelt daarmee een belangrijke rol als internationale valuta (zie het tekstkader 'De reservevalutastatus van de dollar'). Bovendien beschikt de VS over een onafhankelijk monetair beleid en flexibele wisselkoers. Hierdoor kan het land in principe altijd dollars bijdrukken om zijn schulden te financieren en af te lossen. Toch rekent de markt de laatste tijd op een toenemend risico op wanbetaling door de Amerikaanse overheid. Figuur 3.4 (links) laat de prijzen zien van *credit default swaps* (CDS) op Amerikaanse staatsobligaties - contracten die worden gebruikt om kredietrisico af te dekken. De prijzen van deze contracten zijn sinds eind februari 2025 flink gestegen. Een mogelijke verklaring hiervoor is de onvoorspelbaarheid van het beleid van de Amerikaanse regering. Dit roept vragen op over de bereidheid om bredere afspraken na te komen, zoals de aflossing van de staatschuld.

Een wanbetaling in de VS kan via een vlucht naar veilige havens leiden tot dalende rentes in Europa en Nederland, al kan de wereldwijde financiële onrust in zo'n geval ook overslaan naar Nederland. Een mogelijke wanbetaling van de VS of een afnemende belangstelling voor Amerikaanse obligaties kan beleggers naar Europa doen uitwijken, dat dan als veilige haven wordt gezien. Dit verhoogt de vraag naar Europese, en dus ook Nederlandse, staatsobligaties, wat de rente drukt. Tegelijkertijd kan wereldwijde financiële onrust Nederland alsnog raken via *spillovers* (zie paragraaf 2.1), waardoor beleggers mogelijk uitwijken naar alternatieven zoals goud. Ook een verminderde rol van de dollar in internationaal betalingsverkeer kan de vraag naar euro's en eurogenoteerde activa doen stijgen, wat eveneens bijdraagt aan lagere rentes in Europa. Deze factoren kunnen hebben meegespeeld bij de recente daling van de rente op de kortlopende Nederlandse staatsobligaties (zie bijvoorbeeld figuur 3.4, rechts voor 1-jaars staatsobligaties).

Figuur 3.4 De prijzen van CDS-contracten zijn recent hard aan het stijgen, en de kortetermijnrente in Nederland is sterk gedaald sinds de financiële onrust



Bron: Macrobond

Een stijgende Amerikaanse staatsschuld kan ook via andere kanalen invloed hebben op het wereldwijde financiële stelsel, bijvoorbeeld door een zachte wanbetaling (*soft default*) via inflatie. Het is mogelijk dat inflatie wordt ingezet om de staatsschuld als percentage van het bbp te verlagen. Dit zou het geval zijn als de Fed de beleidsrente lager houdt dan nodig is om de inflatie onder controle te krijgen. Hierdoor zouden de financieringskosten van de schuld dalen en zou de staatsschuld als percentage van het bbp afnemen. Dit komt echter neer op een vorm van zachte wanbetaling, omdat een sterkere stijging van inflatie dan van de nominale rente leidt tot een daling van de reële rente op Amerikaanse staatsobligaties. Hierdoor neemt de waarde van Amerikaanse staatsobligaties af: er is voor investeerders immers minder rendement te halen, waardoor de vraag naar deze activa daalt. Op termijn zou de nominale rente op de Amerikaanse staatsschuld weer toenemen, om investeerders aan te trekken zal de Amerikaanse overheid meer rendement moeten bieden. Een zachte wanbetaling is mogelijk als de Fed, onder politieke druk, haar inflatiedoelstelling loslaat. In beide gevallen worden de balansen van financiële instellingen die Amerikaanse staatsobligaties aanhouden negatief geraakt.

Er zijn ook andere vormen van een *soft default* op de Amerikaanse staatsschuld mogelijk, al zijn daar nu geen duidelijke tekenen van. Een eerste andere vorm van *soft default* is dat betalingen op de schuld worden uitgesteld of gespreid over langere termijnen. Ten tweede is het mogelijk dat schulden worden herstructureerd. Dit houdt in dat beleggers slechtere voorwaarden op de uitgeleende gelden moeten

accepteren, bijvoorbeeld een lagere rente of langere terugbetaaltermijn. Het is waarschijnlijker dat deze handeling wordt ingezet als een overheid ook dicht tegen een wanbetaling aan zit (*hard default*), zoals bij Griekenland het geval was tijdens de eurocrisis. Ten derde kan een betaling in een andere valuta worden gedaan dan in het oorspronkelijke schuldcontract is afgesproken. Deze vorm van een soft default is voor de VS ook minder waarschijnlijk, omdat zo goed als alle transacties van de Amerikaanse overheid in dollars zijn. Als laatste is het mogelijk dat een land kapitaalcontroles invoert, waarbij er beperkingen worden opgelegd om kapitaal naar het buitenland over te hevelen. Hier zijn echter op dit moment nog geen tekenen van, maar dit neemt niet weg dat een dergelijke route wel genomen kan worden. Bij al deze vormen van soft default zal er meer onzekerheid op financiële markten ontstaan, en zal dit leiden tot hogere rentes op nieuw uit te geven Amerikaanse overheidsschuld.

Tegelijkertijd brengt de toenemende omvang van de Amerikaanse staatsschuld systemische risico's met zich mee. Aangezien de Amerikaanse staatsobligaties fundamenteel zijn voor waardering, onderpand en liquiditeit in het mondiale financiële systeem, kunnen verstoringen op de markt voor Amerikaanse staatsobligaties zich snel verspreiden naar andere markten. De markt voor Amerikaanse staatsobligaties fungeert niet alleen als een standaard voor risicovrije rentevoeten (veilige activa), maar wordt ook als verdisconteringsvoet gebruikt bij de beprijzing van financiële derivaten (zoals rentederivaten).¹³ Bovendien worden Amerikaanse staatsobligaties op grote schaal gebruikt als onderpand in zowel bilaterale als centrale clearingstructuren. Hiermee heeft het een belangrijke rol in de markt voor liquiditeit, omdat dan Amerikaanse staatsschuld als onderpand wordt ingebracht om bijvoorbeeld cash te verkrijgen. Deze functies maken de markt onmisbaar voor nauwkeurige prijsstelling, effectieve risicobeheersing en liquiditeitsbeheer binnen het mondiale financiële systeem.

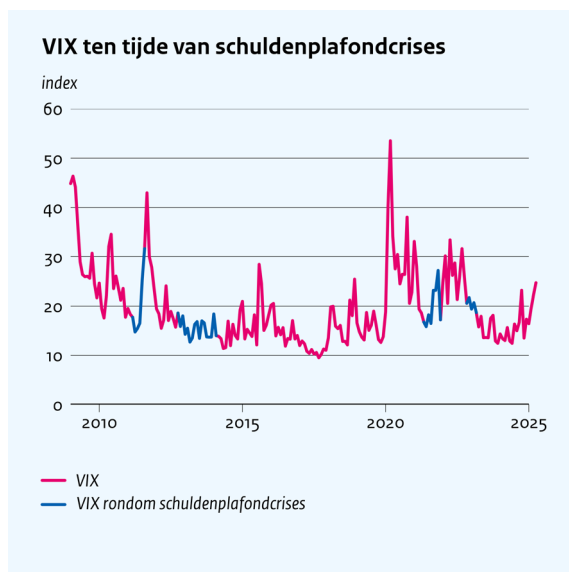
Daarnaast kan wantrouwen over terugbetaalcapaciteit van de Amerikaanse staatsschuld ook leiden tot risico's voor het financiële stelsel. De Fed kan bijvoorbeeld monetair beleid inzetten (lagere rentes) bij het streven naar (volledige) werkgelegenheid (zie het tekstkader 'Inflatie, zachte wanbetalingen en financiële stress: de rol van de Federal Reserve'). Lagere rentes maken het voor de Amerikaanse overheid aantrekkelijker om schulden te verhogen; de financieringskosten zijn in dat geval lager. Een verdere toename van de Amerikaanse staatsschuld kan op den duur echter het vertrouwen in staatsobligaties aantasten. Dit kan leiden tot een hogere risicopremie en dus een hogere rente op Amerikaanse staatsschulden, waardoor de marktwaarde van de obligaties daalt.

Er kunnen ook risico's voor financiële markten ontstaan door het verhogen van het schuldenplafond. Door de oplopende staatsschuld is verhoging van het schuldenplafond regelmatig nodig.¹⁴ Bij gebrek aan consensus kan dit leiden tot een tijdelijke overheidssluiting (*government shutdown*). Dit veroorzaakt doorgaans kortstondige vertragingen in de betalingen van overheidsuitgaven en verhoogt de onzekerheid. Figuur 3.5 toont dat verhogingen van het schuldenplafond leiden tot hogere CDS-spreads – oftewel een verhoogd risico op wanbetaling – op kortlopende staatsobligaties. De CDS spreads op *1-year-yields* stijgen fors meer dan die van *10-year-yields*, wat lijkt te suggereren dat de markt het als een tijdelijk risico beschouwt. Aandelenmarkten zijn minder gevoelig voor deze periodes. Figuur 3.5 toont de VIX-index, die de financiële onrust weergeeft. Met uitzondering van 2012 lijkt het dat het bereiken van het schuldenplafond doorgaans geen invloed op de onzekerheid had, omdat de VIX meestal niet stijgt.

¹³ Aan de hand van een verdisconteringsvoet wordt de huidige waarde van toekomstige inkomensstromen berekend, zo ook voor derivaten. Als discontovoet wordt veelal de risicovrije rente gebruikt, wat in de praktijk veelal neerkomt op de rente op Amerikaanse staatsschuld.

¹⁴ Het Amerikaanse schuldplafond is een wettelijke limiet, vastgesteld door het Congres, op het totale bedrag aan schulden dat de federale overheid mag aangaan. Het gaat daarbij om een maximum voor hoeveel de overheid mag lenen om aan haar bestaande financiële verplichtingen te voldoen.

Figuur 3.5 De VIX-index stijgt meestal niet rondom periodes waar het schuldenplafond wordt bereikt



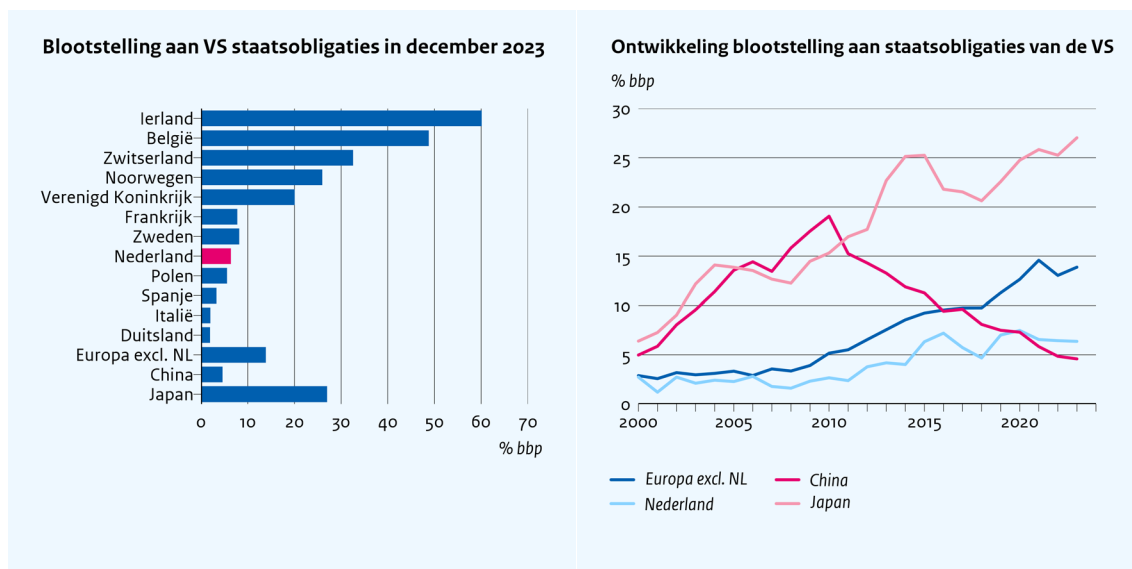
Bron: FRED

3.3 Blootstelling van het Nederlandse financiële stelsel

Het Nederlandse bezit van Amerikaanse staatsobligaties is relatief laag. Met 6,4% bbp ligt dit onder het Europese gemiddelde van 14% (figuur 3.6, links). Sinds 2008 is het Nederlandse bezit echter toegenomen (figuur 3.6, rechts). Dit komt overeen met de stijging van de Amerikaanse staatsschuld ten opzichte van het bbp. Binnen Europa zien we verschillende maten van blootstellingen. Zo gaan Ierland, België en Zwitserland aan kop met een bezit van meer dan 30% bbp.¹⁵ Spanje, Italië en Duitsland bezitten daarentegen minder dan 4% bbp. Ook geeft figuur 3.6 (rechts) de blootstelling van China en Japan weer – twee andere grote economieën. De blootstelling van China is relatief laag door een sterke groei van de Chinese economie, terwijl de blootstelling van Japan meer dan 25% bbp bedraagt. Een andere verklaring voor de recent gedaalde blootstelling van China aan de Amerikaanse overheid is dat een deel van de uitzettingen is overgeheveld naar andere landen, zoals België en Luxemburg (Financial Times, 2025). Hierdoor kan ook de blootstelling van België aan de Amerikaanse staatsschuld hoger uitvallen. Het is echter niet duidelijk hoeveel deze ontwikkeling heeft bijgedragen aan de daling van de Chinese blootstelling. Het Amerikaanse financiële stelsel heeft de grootste blootstelling aan staatsschuld: 42% van de schuld is in bezit van Amerikaanse beleggingsfondsen, pensioenfondsen en banken (figuur 3.1); dat bedraagt 50% bbp.

¹⁵Dit zijn landen met veel doorstroomconstructies in verband met belastingontwijking/-planning. Zie ook CPB (2024).

Figuur 3.6 Het Nederlandse bezit van Amerikaanse staatsobligaties is lager dan het Europese gemiddelde



Bron: U.S. Department of the Treasury, World Bank

Banken en pensioenfondsen zijn in Nederland de voornaamste investeerders in de Amerikaanse staatsschuld. Tabel 3.1 toont de bezittingen van Amerikaanse staatsobligaties in Nederland. Banken en pensioenfondsen houden doorgaans een gediversifieerde portefeuille aan om risico's te spreiden. Amerikaanse staatsobligaties gelden als een van de veiligste investeringen en daarom maken banken en pensioenfondsen hier ook gebruik van. Vooral banken zijn echter kwetsbaar voor waardedalingen van Amerikaanse staatsobligaties. Banken combineren immers langetermijninvesteringen, zoals leningen aan bedrijven en huishoudens, die minder snel in contanten omgezet kunnen worden, met kortetermijnschulden, zoals deposito's die direct opgenomen kunnen worden. Bij een daling van de waarde van de staatsschuld lopen ze snel het risico op liquiditeitsproblemen.

Tabel 3.1 Bezittingen van Amerikaanse staatsobligaties in Nederland

	Aandeel in totale bezit (%)
Banken	39
Pensioenfondsen	40
Verzekeraars	3
Overig	18

Noot: Onder de categorie 'Pensioenfondsen' vallen de activa van de tweede pijler van het pensioenstelsel. Onder de categorie 'Overig' vallen onder andere de derde-pijler van het pensioenstelsel en de beleggingsfondsen.

Bron: US Department of the Treasury, European Banking Authority (EBA) en European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA); CPB-bewerking

Nederlandse banken hebben relatief gezien een lage blootstelling aan Amerikaanse staatsobligaties. Ze hebben 26 mld euro aan Amerikaanse staatsobligaties op de balans, wat 1,2% van de totale activa is (tabel 3.2). De blootstelling is vergelijkbaar met die van Duitsland en de gehele EU. De kernkapitaalratio voor Nederlandse banken – een maatstaf voor het schokabsorberend vermogen¹⁶ – is nauwelijks gevoelig voor een waardedaling van Amerikaanse staatsobligaties. Tabel 3.3 toont hoe de kernkapitaalratio voor Nederlandse en Europese banken verandert bij een waardedaling van 10% van Amerikaanse staatsobligaties. De ratio blijkt nauwelijks te veranderen en blijft ruim boven de afgesproken grens.

Tabel 3.2 Blootstelling aan Amerikaanse staatsobligaties voor banken

	Blootstelling (mld euro)	Blootstelling t.o.v. totale activa (%)
Nederland	26	1,19
Duitsland	53	1,56
EU	314	1,32

Bron: EBA; CPB-bewerking

Tabel 3.3 Gevolgen van een waardedaling van 10% van VS-staatsobligaties voor banken in Nederland en EU

	Waardedaling activa (mld euro)	Tier 1-kapitaalratio voor schok	Tier 1-kapitaalratio na schok
Nederland	2,6	15,18	14,83
EU	31,4	15,38	14,99

Bron: EBA; CPB-bewerking

Nederlandse pensioenfondsen hebben een bovengemiddelde blootstelling aan Amerikaanse staatsobligaties. Ze hebben 27 mld euro aan Amerikaanse staatsobligaties op de balans en dat is verreweg het meest van alle Europese landen. Dat komt door de relatief omvangrijke tweede pijler van het pensioenstelsel in Nederland. In termen van totale activa bedraagt de blootstelling aan Amerikaanse staatsobligaties 1,6% (tabel 3.4). De blootstelling van Nederlandse pensioenfondsen aan Amerikaanse staatsobligaties is omvangrijker dan bijvoorbeeld die van België en Frankrijk, maar kleiner dan van Italië en Zweden.

¹⁶ Dit wordt uitgedrukt als het *common equity tier 1*-kapitaal gedeeld door de risicogewogen activa, waarvoor een minimumeis geldt voor banken op basis van de Basel III-richtlijnen: <https://www.bis.org/bcbs/basel3.htm>.

Tabel 3.4 Blootstelling aan Amerikaanse staatsobligaties voor pensioenfondsen in Nederland en enkele andere Europese landen

	Blootstelling (mld euro)	Blootstelling t.o.v. totale activa (%)
Nederland	27	1,6
Italië	8	6,7
Zweden	6	2,9
Frankrijk	0,1	0,1
België	0,1	0,3

Bron: EIOPA; CPB-bewerking

4 Wisselkoersen

4.1 Inleiding

De Nederlandse economie is afhankelijk van internationale handel en kapitaalstromen. Dit brengt risico's met zich mee door wisselkoersblootstellingen. Nederlandse bedrijven en financiële instellingen zijn actief op de internationale markt. Een deel van de investeringen, import en export door deze bedrijven wordt gefinancierd met vreemde valuta als de dollar. Dit stelt Nederlandse bedrijven en financiële instellingen bloot aan valutarisico's.

In dit hoofdstuk presenteren we de verwevenheid en blootstellingen van Nederland aan de dollar en de risico's die hierbij komen kijken. We analyseren het historische verloop van de euro-dollarwisselkoers (paragraaf 4.2). Daarna behandelen we de mechanismen die onderliggend zijn aan de volatiliteit van de wisselkoers. Vanwege verwevenheden met de VS en de risico's die daaruit kunnen ontstaan, kijken we hier naar de blootstelling van Nederland en Nederlandse financiële instellingen aan de dollar (paragraaf 4.3). Hierbij ligt de focus op Nederlandse banken en pensioenfondsen.

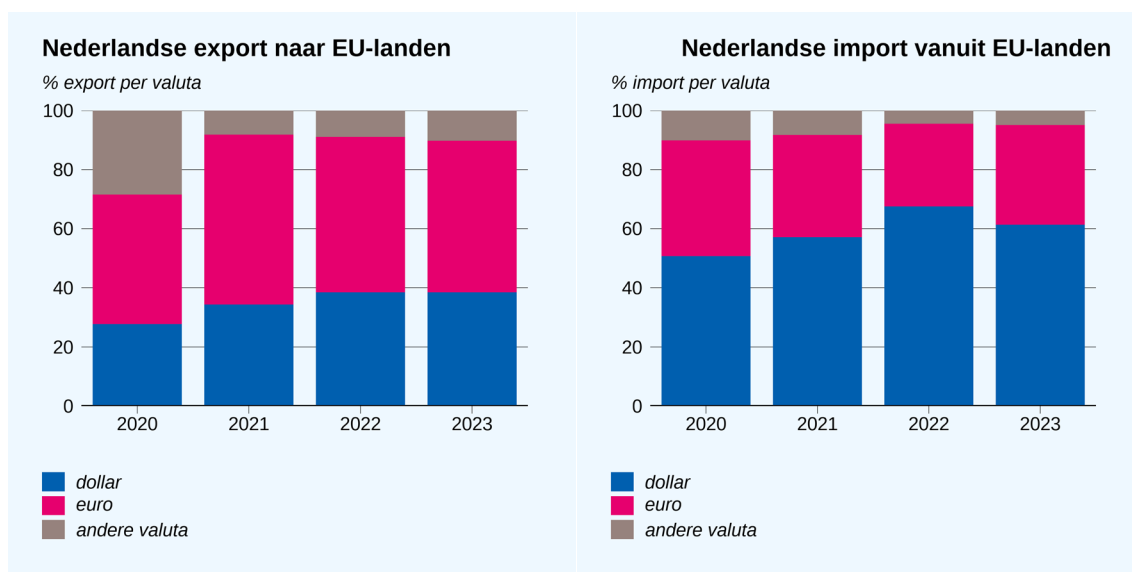
Het merendeel van Nederlandse import wordt bekostigd met dollars. Dit laten we zien in figuur 4.1 (links). Nederland importeerde in 2024 voor 752,74 mld aan goederen en exporteerde voor 852,71 mld euro.¹⁷ Het aandeel hiervan dat verhandeld werd met de VS was respectievelijk 59,8 mld en 38,4 mld euro. De meest recente gegevens van het U.S Bureau of Labor Statistics over 2023 geven aan dat de VS 95,8% van de export en 94,8% van de import afrekenen in dollars.¹⁸ Daarom is het aannemelijk dat het merendeel van de Nederlandse handel met de VS wordt afgerekend in dollars. In 2023 werd 61,3% van de import en 38,4% van de export door Nederland binnen de EU bekostigd met dollars. Zowel de export als import vanuit Nederland uitgedrukt in dollars schommelt licht jaar op jaar, maar blijft redelijk stabiel over de lange termijn.¹⁹ De dollar is daarmee belangrijk voor de Nederlandse reële economie. Een stijgende of dalende wisselkoers kan daarom zowel kansen als risico's creëren voor de Nederlandse economie.

¹⁷ Zie bijvoorbeeld de CBS-tabel *International trade in goods; border crossing, key figures* (3 april 2025; [link](#)).

¹⁸ Zie bijvoorbeeld de U.S. Bureau of Labor Statistics-publicatie *IPP Trade Invoicing Currency Shares for Imports 2019–2023* en *IPP Trade Invoicing Currency Shares for Exports 2019–2023* (28 oktober 2024; [link](#)).

¹⁹ Zie bijvoorbeeld de Eurostat-tabel *Trade shares by invoicing currency (from 2010 onwards)* (3 april 2025; [link](#)).

Figuur 42 Aandeel dollars in Nederlandse export (links) en import (rechts) binnen de EU is stabiel over de tijd

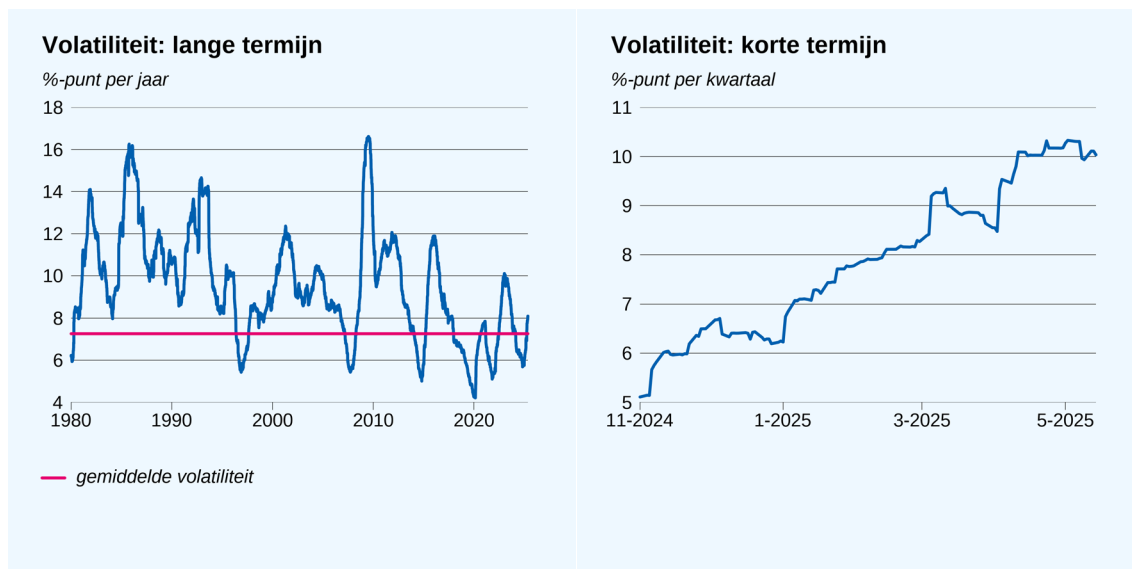


Bron: Eurostat ([link](#))

Veranderingen in de wisselkoers hebben onmiddellijke effecten op de waarde van buitenlandse activa en passiva. Wanneer de waarde van de dollar daalt ten opzichte van de euro, dan neemt de waarde van bezittingen in dollars af bij conversie naar de euro, en omgekeerd. Ook worden schulden in dollars minder waard wanneer de dollar daalt in waarde ten opzichte van de euro. Wisselkoersschommelingen op de korte termijn kunnen op die manier leiden tot veranderingen in de waarde van activa en passiva, zoals aandelen, leningen, obligaties en onroerend goed.

De geschatte jaarlijkse volatiliteit van de euro-dollarwisselkoers is historisch gezien relatief laag, maar is momenteel aan het stijgen. Figuur 4.2 (links) laat zien dat de jaarlijkse volatiliteit van de euro-dollarwisselkoers momenteel onder het historische gemiddelde ligt. Dit betekent dat de wisselkoers het afgelopen jaar minder sterke schommelde. In de afgelopen maanden vonden er diverse geopolitieke ontwikkelingen plaats die tot extra onzekerheid hebben geleid, zoals de dreiging van een handelsoorlog van de VS met de rest van de wereld. Om het effect hiervan te kunnen zien in de wisselkoers, hebben we ook de kortetermijnvolatiliteit geschat op basis van de afgelopen drie maanden (figuur 4.2, rechts). Er is een stijgende trend zichtbaar. Deze hogere volatiliteit gaat gepaard met meer onzekerheid op de kapitaalmarkten en hogere kosten voor het afdekken van valutarisico's.

Figuur 4.2 De volatiliteit van de euro-dollarwisselkoers is relatief laag (links), maar laat een stijgende kortetermijntrend zien (rechts)



Noot: De volatiliteit is geschat op basis van de data van het afgelopen jaar (links) en op basis van de data van afgelopen drie maanden (rechts). De rode lijn geeft de gemiddelde waarde van de volatiliteit weer.

Bron: Macrobond

In tijden van onzekerheid stijgt doorgaans de vraag naar dollars door zijn status als *safe haven valuta*. Dit heeft invloed op de waarde van Nederlandse investeringen en schulden. Een safe haven valuta, zoals de dollar, wordt in tijden van economische, politieke of financiële onzekerheid door beleggers beschouwd als een veilige investering. Deze valuta behouden hun waarde of stijgen in waarde wanneer markten volatiel zijn of wanneer er een crisis is, omdat beleggers op zoek gaan naar stabiliteit en veiligheid. De Russische invasie in Oekraïne in 2022 leidde tot een vlucht naar safe haven valuta, waaronder de dollar. Na de invasie steeg de vraag naar de dollar, omdat beleggers hun vermogen wilde verplaatsen naar een relatief stabiele en liquide valuta. Deze verhoogde vraag leidde tot een waardeverhoging van de dollar ten opzichte van de euro.

De toenemende onzekerheid in de VS zet investeerders ertoe aan hun toevlucht te zoeken in andere safe haven valuta. Tot voor kort was de dollar aan het stijgen ten opzichte van andere veilige haven valuta, waaronder de euro. Zo steeg de Dollar Index (DXY) 9,5% in drie maanden tijdens de Amerikaanse verkiezingen (figuur 4.3). Dit staat in schril contrast met de huidige positie van de dollar. Het grillige beleid van de huidige Amerikaanse regering heeft geleid tot toenemende onzekerheid op de kapitaal- en aandelenmarkten (zie het tekstkader 'De reservevalutastatus van de dollar'). Daarom hebben investeerders hun kapitaal verschoven naar andere safe haven valuta, zoals de euro. Dit heeft ertoe geleid dat de euro in waarde is gestegen ten opzichte van de dollar.

Figuur 43 Onzekerheid zorgt voor een grillig verloop van de waarde van de dollar



Noot: De Amerikaanse Dollar Index (DXY) geeft de waarde van de dollar ten opzichte van een gewogen mandje van valuta's, namelijk de euro (57,6%), Japense yen (13,6%), Pound sterling (11,9%), Canadese dollar (9,1%), Zweedse kroon (4,2%) en Zwitserse frank (3,6%).
Bron: Macrobond

4.2 Kortetermijnmechanismen

Volatiliteit van wisselkoersen

Schommelingen in wisselkoersen op korte termijn kunnen door verschillende factoren worden veroorzaakt. Veranderingen in de wisselkoers noemen we ook wel volatiliteit. Als de wisselkoers snel en veel verandert, is de volatiliteit hoog. Verandert de wisselkoers maar weinig, dan is de volatiliteit laag. Er zijn verschillende oorzaken voor de kortetermijnschommelingen in de wisselkoers. Ten eerste kunnen er veranderingen plaatsvinden in de economische omstandigheden die de economische groei bepalen, bijvoorbeeld een verandering in de werkloosheid. Een toename van de werkloosheid kan wijzen op een zwakkere economie en gepaard gaan met een lagere economische groei. Dit kan het vertrouwen van beleggers in de economie verminderen en leiden tot een uitstroom van kapitaal naar landen met een sterker economisch vooruitzicht. Ten tweede kunnen schokken grote verandering teweegbrengen in de wisselkoers, zoals natuurrampen en financiële crises. Ook kunnen geopolitieke spanningen leiden tot onzekerheid op de markten, wat beleggers ertoe aanzet om te vluchten naar veilige valuta, zoals de dollar. Ten derde maakt een verhoging van de rente in een land het aantrekkelijker voor buitenlandse beleggers om in dat land te investeren, waardoor de vraag naar de valuta stijgt.

De reservevalutastatus van de dollar

De Amerikaanse dollar is sinds het einde van de Tweede Wereldoorlog de onbetwiste reservemunt geweest. Een reservemunt (*reserve currency*) is een munt die centrale banken en internationale instellingen aanhouden als onderdeel van hun valutareserves en waartegen andere valuta snel ingewisseld kunnen worden. Een reservemunt wordt doorgaans ook veel gebruikt voor internationale handel (Siripurapu & Berman, 2023). In het geval van centrale banken, worden reservevaluta ook aangehouden om de wisselkoers van de binnenlandse valuta te stabiliseren en om in tijden van crises de liquiditeitsvoorziening op peil te houden (Bianchi & Sosa-Padilla, 2024). Om deze redenen stijgt de vraag naar dollars traditioneel – en daarmee ook de waarde – tijdens periodes van economische onzekerheid, omdat de dollar gezien wordt als een veilige haven.

De reservevalutastatus komt voor de VS met zowel voor- als nadelen. Een voordeel voor de VS is dat, zolang de dollar de reservemunt is, het mogelijk is om tekorten op de handelsbalans te hebben zonder dat dit risico's op een betalingsbalanscrisis meebrengt. Ieder land gebruikt immers dollars: deze dollars kunnen andere landen krijgen door goederen en diensten aan de VS te verkopen. De hoge mondiale vraag naar dollars betekent ook dat de regering van de VS tegen relatief lage rentes kan lenen. Ook geeft de dominante positie van de dollar de VS een geopolitiek drukmiddel. Als de VS andere landen sancties oplegt waardoor deze landen moeilijker aan dollars kunnen komen, wordt het deze landen moeilijker gemaakt om aan hun internationale verplichtingen te voldoen. Dit kan bijvoorbeeld via het internationale betalingssysteem SWIFT (Meijerink et al., 2024). Het opleggen van sancties komt niet zonder risico's: dergelijke sancties kunnen als gevolg hebben dat landen hun gebruik van dollars verminderen (Bianchi & Sosa-Padilla, 2023). Een nadeel voor de VS is dat een sterke dollar Amerikaanse export relatief duur maakt. Dit zorgt voor een lagere vraag naar Amerikaanse goederen en diensten en kan daarmee een negatief effect hebben op de Amerikaanse werkgelegenheid.

Ook voor andere landen brengt de dominante rol van de dollar voor- en nadelen met zich mee. Voordelen van het gebruik van dollars voor andere landen zijn dat dit internationale transacties vereenvoudigt, de waarde van de dollar relatief stabiel is en dat landen vaak tegen lagere kosten in dollars kunnen lenen dan in hun eigen munt. Daarmee is de reservevalutastatus tot op zekere hoogte een *self-fulfilling prophecy*: door het voordeel van het gebruik van dollars, gaan nog meer mensen dollars gebruiken, waardoor de voordelen versterkt worden. Nadelen van het gebruik van de dollar zijn onder andere dat het andere landen afhankelijk maakt van de VS en dat het hen gevoeliger maakt voor monetaire en financiële schokken die hun oorsprong hebben in de VS (Akinci & Queralto, 2024). Ook maakt het landen kwetsbaar voor sancties

(vervolg op volgende pagina)

Sinds de aangekondigde importheffingen van 2 april 2025 lijken er twijfels te zijn ontstaan over de reservevalutastatus van de dollar. Na de aankondiging van de tarieven van de regering-Trump stroomde er buitenlandse kapitaal uit de VS (Hartley & Rebutti, 2025). Hierna deprecieerde de dollar sterk, ondanks stijgende rentes en marktvolatiliteit. Historische patronen laten juist het omgekeerde zien. Dit suggereert dat markten de toekomstige dominantie van de dollar in twijfel trekken (Jiang et al., 2025). Ook zou de dollar normaliter juist stijgen in waarde na het invoeren van tarieven, zoals ook gebeurde nadat de eerste regering-Trump tarieven invoerde (Furceri et al., 2019; Jeanne & Son, 2024).

De gevolgen van het wegvallen van de reservevalutastatus van de dollar voor Nederland en Europa hangt ervan af of dit schoksgewijs of gradueel gebeurt. Als dit schoksgewijs gebeurt, brengt dit mogelijk een mondiale financiële crisis en een toename van de financiële onzekerheid met zich mee. Het plotseling wegvallen van de reservevalutastatus leidt namelijk mogelijk tot een waardedaling van investeringen in de VS en buitenlandse activa en passiva uitgedrukt in dollars en tot een depreciatie van de dollar. Hierdoor kunnen Europese financiële instellingen in de problemen komen. Ook brengt zo'n plotselinge schok veel onzekerheid en chaos met zich mee. Als dit gradueel gebeurt, zijn deze problemen niet aan de orde. Historisch gezien is het aannemelijker dat dit gradueel gebeurt: dit was immers ook het geval met het Britse pond na de Tweede Wereldoorlog (Schenk, 2010).

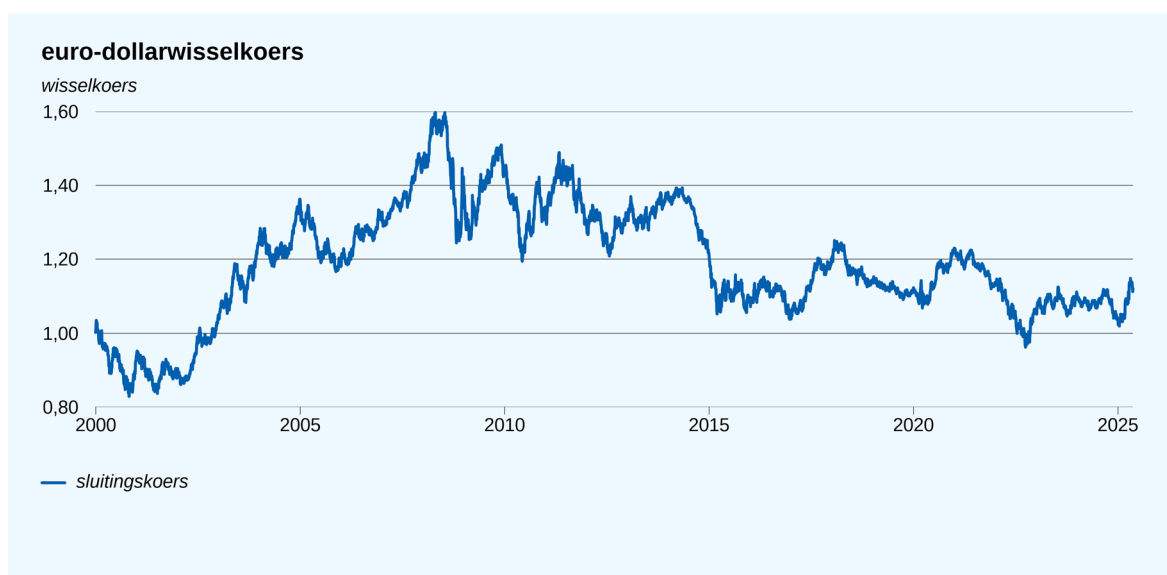
Bij gebrek aan een onomstotelijke opvolger van de dollar, ontstaat er mogelijk een multipolair systeem waar meerdere valuta de rol van reservevaluta vervullen. De euro, de Japanse yen en de Chinese renmibi hebben de afgelopen decennia een belangrijke rol in het internationale financiële systeem verworven. Daardoor is de transitie mogelijk al deels in gang gezet (Eichengreen, 2012). In zo'n geval zou de euro een prominentere rol in het internationale financiële systeem kunnen krijgen. Voor al deze valuta geldt dat ze op het moment niet als enige de rol van de dollar kunnen overnemen. In het geval van de euro zitten er weeffouten in de architectuur van de eurozone die dit mogelijk moeilijk maken. Zo is er niet één in euro's gedenomineerde safe asset die overvloedig aanwezig is (Ilzetzki et al., 2019). Deze weeffouten worden in meer detail besproken in hoofdstuk 5 van het Algemeen Risicobeeld van de *Risicorapportage Financiële Markten 2025* (CPB, 2025). Ook speelt mee dat er nieuwe geopolitieke machtsblokken aan het ontstaan zijn en dat mondiaal de vraag naar safe assets stijgt die als reserve gebruikt kunnen worden (Eichengreen, 2012, 2024).

Een multipolair systeem zou een rem op globalisering kunnen zetten. Landen die met name handelen met eurolidstaten zullen voornamelijk euro's als reserves aanhouden, terwijl landen die vooral handelen met China met name renmibi als reserves zullen aanhouden (Eichengreen, 2010). Deze rem op de globalisering gaat mogelijk ten koste van toekomstige economische groei (Fernández-Villaverde et al., 2024). Een ander probleem dat kan ontstaan in zo'n multipolair systeem is de zogenoemde Kindleberger Trap: zonder mondiale wereldmacht is er niet meer één land meer dat de verantwoordelijkheid draagt voor mondiale collectieve goederen, zoals financiële stabiliteit.

Structurele determinanten van wisselkoersen

In recente jaren hebben geopolitieke spanningen gezorgd voor sterkere schommelingen in de euro-dollarwisselkoers. Figuur 4.4 laat zien dat veranderingen van meer dan 10% over een tijdsspan van 1-2 jaar eerder regel dan uitzondering zijn. Voorbeelden zijn de aanloop van de grote financiële crisis van 2008, waarin de wisselkoers van de dollar met meer dan 20% steeg naar een nieuw hoogtepunt. Daarna kelderde de wisselkoers met meer dan 20%. Ook in de jaren daarna waren grote kortetermijnschommelingen eerder regel dan uitzondering. Hoewel de schokken verschillen, hebben ze met elkaar gemeen dat ze onzekerheid met zich meebrengen. Dit leidt vervolgens tot een volatielere wisselkoers.

Figuur 44 Sterke schommelingen kenmerken het historische verloop van de euro-dollarwisselkoers



Bron: Macrobond

De verwachte wisselkoersverandering kan bepaald worden door het verschil in de rente tussen landen. Volgens de *Uncovered Interest Parity* (UIP) moeten verwachte wisselkoersverschillen tussen landen gelijk zijn aan het renteverval, op voorwaarde dat beleggers geen risicovolle winst kunnen maken door geld van het ene naar het andere land te verplaatsen. Dit leidt ertoe dat het niet mogelijk zou moeten zijn om te profiteren van dit renteverval. De verwachte toekomstige wisselkoers, zoals gespecificeerd in een *forward contract*,²⁰ wordt dan bepaald door het renteverval tussen twee valuta. De prijzen in het contract veranderen om verwachte veranderingen in de rentestand te reflecteren. Als bijvoorbeeld de VS een hogere rente heeft dan Nederland, dan zal volgens de UIP de dollar in waarde dalen ten opzichte van de euro, zodat beleggers geen voordeel hebben van het renteverval. Dit zal vervolgens gereflecteerd worden in de verwachte wisselkoers in de forwardcontracten.

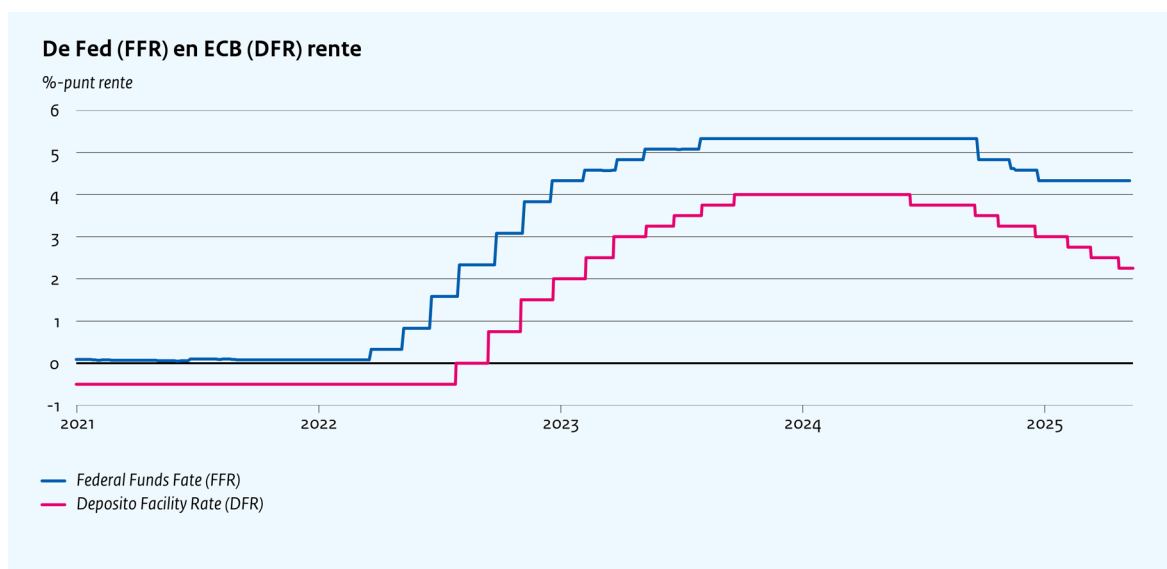
De wisselkoers reageert meteen op nieuws, terwijl het tijd kost voordat een renteaanpassing zich doorzet in de economie. Een verandering in het monetaire beleid van de VS leidt onmiddellijk tot een verandering van de vraag naar de dollar. Denk bijvoorbeeld aan een verhoging van de rentetarieven door de Fed. Een dergelijke verandering leidt tot een waardeverhoging van de dollar ten opzichte van de euro. Wisselkoersen zijn dus flexibel en kunnen zich vrijwel meteen aanpassen. De prijzen van goederen en diensten passen zich echter langzamer aan. Dit fenomeen leidt ertoe dat de initiële waardeverhoging van de valuta sterker zal zijn en het

²⁰ Een forward contract is een overeenkomst tussen twee partijen om op een vooraf afgesproken moment in de toekomst een specifiek goed of financiële waarde tegen een bepaalde prijs te kopen of verkopen.

evenwichtsniveau op lange termijn voorbijschiet (*overshooting*, Dornbusch, 1976). De aanpassing van de prijzen van goederen en diensten gaat echter langzamer: het duurt langer voordat het nieuwe evenwichtsniveau bereikt is. Ondertussen zal de waarde van de dollar constant opnieuw bepaald worden op de kapitaalmarkt totdat het nieuwe evenwicht is bereikt.

Het monetaire beleid van de Fed en ECB lopen al langere tijd uiteen met gevolgen voor de euro-dollarwisselkoers. Zo ligt de belangrijkste rente van de Fed al een aantal jaar boven de belangrijkste rente van de ECB (figuur 4.5). De *Deposit Facility Rate* rente (DFR) van de ECB staat na de daling van 24 april op 2,25%,²¹ in tegenstelling tot de Feds *Federal Funds Rate* (FFR) van 4,25% tot 4,5%.²² Hiermee loopt het verschil op tot 200-225 basispunten. De markt verwacht dat er in de komende 14 Federal Open Market Committee (FOMC)²³ bijeenkomsten tot eind 2026 enkel een vijftal renteverlagingen zal worden uitgevoerd. Dat zou de verwachte FFR naar 300 tot 325 basispunten.²⁴ Als de Fed dit beleidspad aanhoudt, zal de FFR tegen eind 2026 hoger liggen dan het huidige renteniveau van de ECB. Een verdere divergentie tussen het monetaire beleid van de Fed en de ECB blijft daarmee een realistische ontwikkeling.

Figuur 45 Rente van de Fed (FFR) en ECB (DFR)



Bron: Macrobond

Afdekking van valutarisico's

Bedrijven en financiële instellingen kunnen zich indekken tegen (korte termijn)

wisselkoersschommelingen door het afsluiten van valutaderivaten. Financiële instellingen en reguliere bedrijven die gebruik maken van buitenlandse valuta, kunnen derivaten afsluiten om zichzelf in te dekken tegen wisselkoersschommelingen. Een derivaat is een contract waarvan de waarde is afgeleid van iets anders, zoals een aandeel, rente, een grondstof of een valuta. Een voorbeeld van een derivaat dat gebruikt wordt om risico's van wisselkoersschommelingen af te dekken is een forward contract. Een forward contract is een vorm van een derivaat waar de waarde van het contract wordt afgeleid van de wisselkoers. De kopende partij neemt een *long* positie in; zij verwacht een toekomstige stijging in de valuta. De verkopende partij neemt een *short* positie in; zij verwacht een toekomstige daling van de valuta. Het forwardcontract verplicht zowel de koper als

²¹ Zie bijvoorbeeld de ECB-tabel *Key ECB interest rates* (5 februari 2025, [link](#)).

²² Zie bijvoorbeeld de Fed-tabel *Federal Funds Data* (4 februari, [link](#)).

²³ Een FOMC vergadering is een bijeenkomst van de beleidsmakers van de Amerikaanse centrale bank waarin zij het monetaire beleid bepalen, zoals het aanpassen van de rente om de economie te stabiliseren.

²⁴ Zie bijvoorbeeld CME FedWatch-tabel *Fed Fund Futures, target rate 'aggregated'*, 30-04-2025 ([link](#))

de verkoper om de toekomstige verplichtingen na te leven. Het afdekken van wisselkoersrisico's doormiddel van derivaten kost geld. Het afsluiten van derivatencontract gaat gepaard met (transactie)kosten en het vaak al vooraf aanhouden van een verplichte buffer, ook wel *margin* genoemd, om potentiële verliezen te dekken.

4.3 Blootstelling van Nederland aan de dollar

Internationale investeringspositie van Nederland

De dollar neemt de tweede positie in als grootste valuta in de totale internationale investeringspositie van Nederland, na de euro. In tabel 4.1 presenteren we de totale Nederlandse internationale investeringspositie in het derde kwartaal van 2024. Nederland is nettocrediteur ten opzichte van de rest van de wereld. Dit geldt zowel voor de europosities als de dollarposities van Nederland.

Tabel 4.1 Totale internationale Investeringspositie van Nederland per valuta in het derde kwartaal van 2024, in mld dollar

	Totaal	Aandeel euro's	Aandeel dollars
LT – Bezittingen	4.878,8	2.610,1	1.544,3
LT- Schulden	4.415,4	2.582,2	1.285,9
Nettopositie			258,4
KT - Bezittingen	2.268,1	1.191,2	725,8
KT - Schulden	1.839,8	944,4	634,8
Nettopositie			91,1

Noot: In deze tabel is 'lange termijn' afgekort als (LT) en 'korte termijn' als (KT).
Bron: IMF ([link](#))

De nettopositie van kortlopende schulden en bezittingen van Nederland is positief, maar kleine schommelingen kunnen grote gevolgen hebben. De kortlopende schulden en bezittingen hebben een looptijd tot 1 jaar. In het derde kwartaal van 2024 bedroeg de nettopositie van de Nederlandse kortlopende bezittingen 91,1 mld dollar. De afgelopen weken is de euro-dollarwisselkoers gestegen: de dollar is minder waard geworden ten opzichte van de euro.

Blootstellingen en risico's van Nederlandse banken

Nederlandse tegenpartijen hebben in totaal meer bezittingen dan schulden in dollars aan buitenlandse banken. In tabel 4.2 laten we zien dat de bancaire sector en niet-bancaire financiële sector respectievelijk een nettopositie van 70,61 mld en 26,24 mld dollar hebben. De niet-financiële sector heeft een nettopositie van -1,28 mld dollar. De omvang van de blootstellingen en nettopositie verschillen over de sectoren en daarmee verschilt ook het valutarisico dat deze sectoren lopen. De mate van afdekking van de Amerikaanse dollar speelt hier een belangrijke rol.

Buitenlandse banken hebben dollarblootstellingen aan Nederlandse banken en vice versa. Buitenlandse banken hebben aanzienlijke dollarblootstellingen aan de Nederlandse bankensector. Tabel 4.2 laat zien dat

deze in totaal 474,1 mld dollar aan schulden en 479,7 mld dollar aan bezittingen bedroegen in het vierde kwartaal van 2024. Hiervan zijn respectievelijk 77,7 mld en 148,3 mld in dollars. Dit kan leiden tot risico's wanneer er grote schommelingen optreden in de waarde van de dollar ten opzichte van de euro, indien die risico's niet zijn afgedekt. Deze blootstellingen kunnen niet alleen de stabiliteit van individuele banken beïnvloeden, maar ook de bredere financiële markten. Dat komt doordat buitenlandse banken en Nederlandse banken met elkaar verbonden zijn. De sterke regulering van de bancaire sector heeft ertoe geleid dat het risicomanagement van banken aan strenge eisen moet voldoen. Zo zijn zij verplicht om buffers aan te houden voor verschillende marktrisico's. Verder dekken Nederlandse banken hun valutarisico af, waardoor ze relatief kleine openstaande valutaposities hebben staan. Minder dan 1% van de totale activa van Nederlandse banken is toe te wijden marktrisico, waaronder onder meer het valutarisico valt.²⁵ Het risico op grote verliezen door wisselkoersschommelingen is daarom beperkt.

Tabel 4.2 De grensoverschrijdende schulden (S) en bezittingen (B) van Nederlandse tegenpartijen aan buitenlandse banken in het vierde kwartaal van 2024, verdeeld naar valuta, in mld dollar

Sector	Totaal		Banken		Niet-bank financieel		Niet-financieel	
	(S)	(B)	(S)	(B)	(S)	(B)	(S)	(B)
Totale grensoverschrijdende positie	965,0	1.011,9	474,1	479,7	188,4	205,4	143,7	249,1
Naar valuta:								
Dollar	157,5	280,1	77,7	148,3	21,2	47,4	50,0	48,8
Euro	795,9	575,1	369,5	267,1	172,9	127,8	187,9	73,7

Noot: ‘Niet-bank financieel’ verwijst naar instellingen die geen banken zijn, maar alsnog een belangrijke rol spelen in het financiële systeem, bijvoorbeeld verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen. ‘Niet-financieel’ zijn onder andere huishoudens, niet-financiële bedrijven (bedrijven die niet primair actief zijn in de financiële sector), overheden en overige (deze kunnen niet specifiek aan een subcategorie worden toegewezen, maar vallen onder de hoofdcategorie ‘Niet-financieel’).

Bron: BIS ([link](#))

De dollar is de belangrijkste buitenlandse valuta waar Nederlandse banken blootstelling aan hebben. Na de euro neemt de dollar de belangrijkste rol in voor Nederlandse banken. De resterende valuta nemen individueel een klein aandeel in (tabel 4.3). De nettopositie van bezittingen en schulden in dollars van Nederlandse banken bedroeg in het derde kwartaal van 2024 in totaal 58,04 mld dollar. Dit betekent dat de Nederlandse banken gezamenlijk meer bezittingen dan schulden hadden in dollar. De omvang van de blootstelling aan de dollar wijst erop dat Nederlandse banken valutarisico's lopen ten opzichte van de dollar, wanneer deze niet zijn afgedekt met financiële derivaten. Uit de gegevens over risicogewogen posities van de EBA blijkt dat de blootstelling van individuele banken aan marktrisico, uitgedrukt als percentage van hun totale activa, vergelijkbaar is. De exacte uitsplitsing naar buitenlandse valuta per bank kan verschillen, waardoor de ene bank meer dollar blootstellingen heeft dan de andere.

²⁵ Zie bijvoorbeeld de EBA-publicatie 2024 - EU Wide Transparency Exercise (30 juni 2024, [link](#)).

Tabel 4.3 De schulden (S) en bezittingen (B) van Nederlandse banken aan buitenlandse, lokale en niet-gealloceerde tegenpartijen in het derde kwartaal van 2024, onderverdeeld naar valuta, in mld dollar

	Grensoverschrijdende positie	(B)	Lokale posities	(B)	Niet gealloceerde posities	(B)
	(S)		(S)		(S)	
Totaal	1125,7	1.497,7	1.404,4	1.714,4	521,6	0,0
Naar valuta:						
Dollar	264,8	353,4	65,8	23,5	103,4	0,0
Euro	484,2	662,8	1.308,0	1.655,8	360,4	0,0
Andere	91,8	192,1	19,5	12,6	57,9	0,0
Niet gealloceerd	284,9	289,4	11,0	22,4	0,0	0,0

Noot: 'Grensoverschrijdende posities' zijn schulden en bezittingen tussen Nederlandse banken en buitenlandse tegenpartijen. 'Lokale posities' zijn schulden en bezittingen tussen Nederlandse banken en Nederlanders. 'Niet-gealloceerde posities' zijn schulden en bezittingen waarvan het niet exact duidelijk is of het een lokale of grensoverschrijdende positie betreft.

Bron: BIS ([link](#))

De grootste blootstelling van Nederlandse banken aan de dollar komt uit de grensoverschrijdende posities. Deze grensoverschrijdende posities (tabel 4.3) vallen netto positief uit, waardoor de risico's beperkt zijn. De nettopositie van de grensoverschrijdende bezittingen en schulden in dollar bedraagt van 88,62 mld dollar. Dit betekent dat Nederlandse banken meer bezittingen dan schulden hebben in dollars. De omvang van de blootstelling aan de dollar wijst erop dat Nederlandse banken valutarisico's lopen ten opzichte van de dollar wanneer deze niet zijn afgedekt met financiële derivaten. De risico's blijven echter beperkt wanneer alleen naar de grensoverschrijdende posities wordt gekeken op macroniveau, omdat deze netto positief uitvallen. De data van de BIS zijn niet beschikbaar op gedetailleerd niveau, waardoor er niet vastgesteld kan worden of de bezittingen en schulden disproportioneel verdeeld zijn over de banken. Uit gegevens van de European Banking Authority (EBA) blijkt dat blootstelling aan buitenlandse valuta rond de 1% ligt van de totale valuta per Nederlandse bank. Daardoor is het risico eveneens beperkt.

Nederlandse banken hebben vrijwel uitsluitend blootstelling aan Nederlandse tegenpartijen in euro's, waardoor valutarisico's geen domino-effect kunnen veroorzaken via binnenlandse transacties. De claims en schulden van Nederlandse banken aan Nederlandse tegenpartijen zijn voor respectievelijk 96,60% en 93,14% in euro uitgedrukt. De blootstelling in buitenlandse valuta aan elkaar is minimaal (tabel 4.4). Daardoor is het risico klein op een binnenlands domino-effect met als aanleiding een wisselkoersschok. Een plotselinge beweging in de euro-dollarwisselkoers zou daarom maar beperkt kunnen overslaan tussen Nederlandse banken en tegenpartijen.

Tabel 4.4 De verhoudingen van marktrisico ten opzichte van totale activa en risicogewogen activa en de blootstelling aan marktrisico's van Nederlandse en overige Europese banken in juni 2024, in mld euro en in %

	Nederlandse banken	Overige Europese banken
Totale activa	2.287,1 mld	25.647,2 mld
Totale risicogewogen activa	781,2 mld	8.996,6 mld
Buitenlandse valuta- en grondstoffenrisico's (marktrisico)	20,4 mld	345,9 mld
Marktrisico als percentage van totale activa	0,89%	1,35%
Marktrisico als percentage van totale risicogewogen activa	2,61%	3,85%

Bron: EBA ([link](#))

Nederlandse banken zijn in mindere mate blootgesteld aan marktrisico, waaronder valutarisico, dan andere Europese banken. Dit laten we zien in tabel 4.4. De EBA groepeerde blootstellingen aan buitenlandse valuta's en grondstoffen als marktrisico, waardoor een gedetailleerde opsplitsing niet mogelijk is. De risicogewogen blootstelling van Nederlandse banken aan marktrisico's, inclusief valutarisico's, bedroeg in juni 2024 20,37 mld euro, aanzienlijk lager dan de blootstelling aan dollars (tabel 4.4). Dit wijst erop dat Nederlandse banken een groot deel van hun valutarisico's afdekken. Daarnaast was de blootstelling van Nederlandse banken aan marktrisico 0,89% van hun totale activa, vergeleken met 1,35% voor overige Europese banken. Dit betekent dat Nederlandse banken zowel op basis van totale activa als risicogewogen activa een relatief kleinere blootstelling aan marktrisico hebben in vergelijking met overige Europese banken.

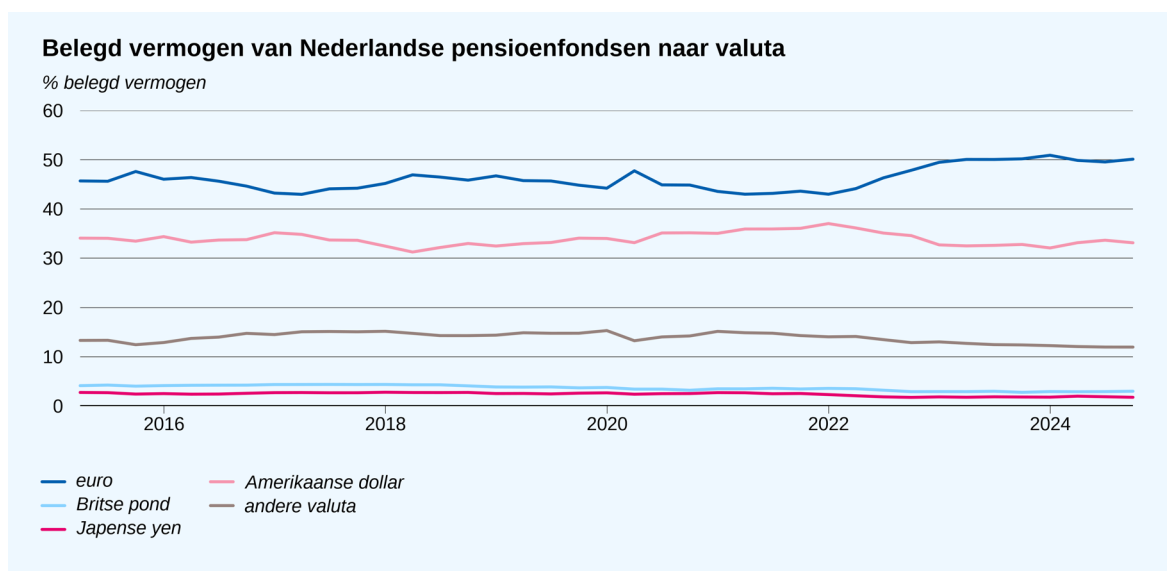
De balans van Nederlandse banken kenmerkt zich door een *currency mismatch*, maar de risico's hiervan zijn beperkt. Er is sprake van een currency mismatch wanneer zowel de bezittingen als schulden verdeeld zijn over verschillende valuta en de omvang van de valuta verschilt tussen de activa- en passivazijde. Dit is het geval voor Nederlandse banken. Een deel van de valutablootstellingen van Nederlandse banken wordt echter afgedekt door middel van valutacontracten. Uit de data van de BIS (tabel 4.3) en EBA (tabel 4.4) volgt dat deze banken sterk hun valutarisico's afdekken, waardoor de daadwerkelijke currency mismatch relatief laag is. Daarnaast zijn Nederlandse banken onderworpen aan strenge regelgeving, waardoor zij verplicht zijn om kapitaalbuffers aan te houden voor verschillende scenario's. Hierdoor zijn de risico's beperkt.

Nederlandse banken lopen *roll-over-risico's op hun valutacontracten*. Roll-over-risico ontstaat wanneer banken hun valutapositities opnieuw moeten financieren of hernieuwen. In tijden van onzekerheid op de kapitaalmarkt kunnen sterke wisselkoersschommelingen ervoor zorgen dat de kosten van het herfinancieren stijgen, waardoor Nederlandse banken geconfronteerd kunnen worden met onverwachte verliezen. Nederlandse banken hebben lagere risicogewogen blootstellingen aan marktrisico dan hun blootstelling aan dollar. Het is aannemelijk dat Nederlandse banken deze risico's afdekken door middel van valutaderivaten waarover zij deze roll-over-risico's lopen. Verdere data over de valutacontracten ontbreken, waardoor de looptijd en omvang van deze valutacontracten onduidelijk zijn. Hierdoor is het niet mogelijk iets te zeggen over hoe groot deze roll-over-risico's zijn. Nederlandse banken houden echter sterke buffers aan voor onder andere marktrisico's. Daardoor kunnen de gevolgen van eventueel roll-over-risico opgevangen kunnen worden.

Blootstellingen en risico's van Nederlandse pensioenfondsen

De uitsplitsing van de totale beleggingen van pensioenvermogen naar valuta toont dat de euro structureel de eerste plek in neemt met de dollar op de tweede plek. Dit is te zien in figuur 4.6. In het derde kwartaal van 2024 bestond het belegde pensioenvermogen (voor risico van het fonds) voor 50,12% uit euro, 33,12% uit dollar en voor 16,76% uit overige valuta, waaronder de Japanse yen en de Engelse pond. De europositie bedroeg 846,69 mld euro en de dollar positie 559,52 mld euro. Uit de jaarverslagen van pensioenfondsen blijkt dat ze een deel van het risico van hun vreemde valuta posities afdekken door middel van derivaten (ABP, 2025; Pensioenfonds Zorg Welzijn [PFZW], 2024; Pensioenfonds Metaal en Techniek [PMT], 2024). Uit stresstest scenario's van de DNB dat de gevoeligheid voor euro-dollar schommelingen verre weg het meest impact heeft in vergelijking met andere vreemde valuta's. Zo is gekeken naar de verandering in waarde van de forward posities bij een wijziging van één basispunt. Voor de euro-dollar forward posities bedraagt de verandering 22,3 mln euro. Voor EUR/GBP en EUR/JPY is deze gevoeligheid een stuk kleiner, namelijk respectievelijk 2,4 mln en 1,1 mln euro (DNB, 2024).

Figuur 46: Na de euro is de dollar een belangrijke beleggingsbestemming voor Nederlandse pensioenfondsen



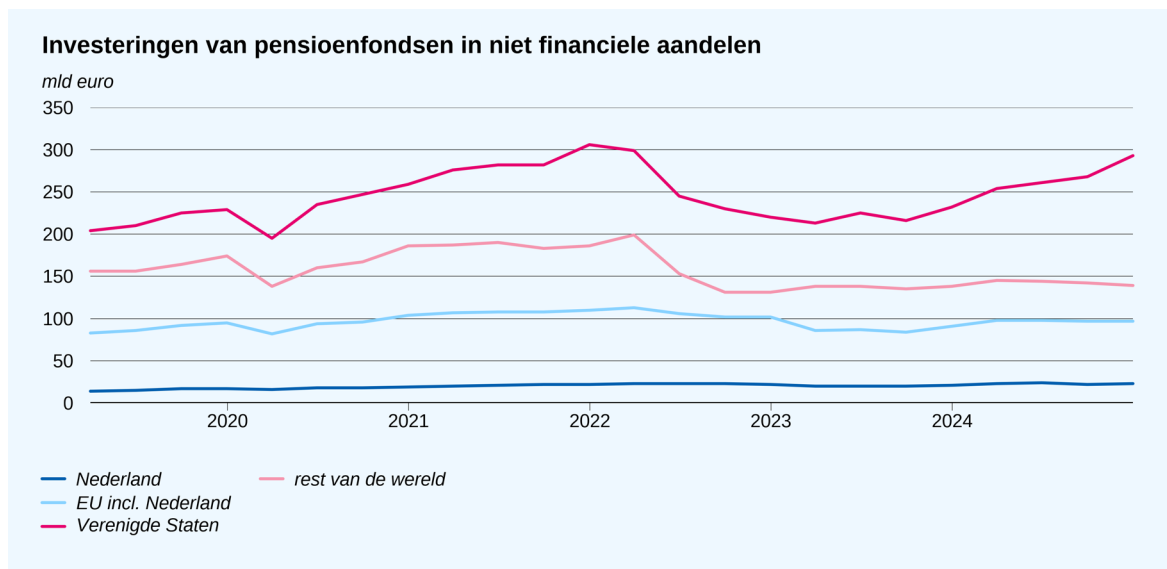
Bron: DNB ([link](#))

In de afgelopen vijf jaar hebben Nederlandse pensioenfondsen structureel twee tot drie keer zoveel in Amerikaanse bedrijven geïnvesteerd dan in Europese. Deze cijfers (figuur 4.7) vallen in de praktijk lager uit, omdat Nederlandse pensioenfondsen ook indirect via investeringen in financiële instellingen blootgesteld zijn aan de Europese aandelenmarkt.²⁶ Desondanks blijven Nederlandse pensioenfondsen sterk verweven met de Amerikaanse aandelenmarkt en via deze route blootgesteld aan de dollar. Enerzijds komt dit doordat er meer keuze is, omdat de gezamenlijke beurswaarde van Amerikaanse bedrijven veel groter is dan die van Europese bedrijven. Anderzijds hebben Amerikaanse aandelen een hoger rendement opgeleverd over de afgelopen vijf jaar dan Europese, respectievelijk 14% en 7%.²⁷

²⁶ Zie paragraaf 3.2 voor meer informatie over het investeringsgedrag van Nederlandse pensioenfondsen.2.4

²⁷ Zie bijvoorbeeld het DNB-artikel *Beleggingen pensioenfondsen in Amerikaanse bedrijven fors groter dan in Europese ondernemingen* (11 maart 2025, [link](#)).

Figuur 4.7 Nederlandse pensioenfondsen investeren structureel meer in Amerikaanse financiële aandelen dan Europese



Bron: DNB ([link](#))

Nederlandse pensioenfondsen dekken hun wisselkoersrisico op hun Amerikaanse aandelen in verschillende mate af, waardoor koersschommelingen een groter effect kunnen hebben op sommige pensioenfondsen. Uit de jaarverslagen van enkele Nederlandse pensioenfondsen blijkt dat de mate waarin wisselkoersrisico's van hun Amerikaanse aandelen worden afgedekt varieert tussen de 25% en 85% (ABP, 2025; PFZW, 2024; PMT, 2024). In tijden van sterke schommelingen van de euro-dollarwisselkoers loopt een deel van de Nederlandse pensioenfondsen een significant groter risico. Wanneer de euro in waarde stijgt ten opzichte van de dollar, profiteren Nederlandse pensioenfondsen met een relatief laag afdekkingspercentage van hun Amerikaanse aandelenposities namelijk meer dan Nederlandse pensioenfondsen met een relatief hoog en vice versa. Voor de vastrentende waardes volgt uit de jaarverslagen van enkele Nederlandse pensioenfondsen dat zij doorgaans 100% van de positie afdekken met valutacontracten.

De passiva en activa van Nederlandse pensioenfondsen hebben een verschillende opbouw van valuta, waardoor er een currency mismatch ontstaat. Een aanzienlijk deel van activa van Nederlandse pensioenfondsen bestaan uit investeringen buiten de eurozone en in buitenlandse valuta. Deze investeringen maken het enerzijds mogelijk voor Nederlandse pensioenfondsen om te diversifiëren; anderzijds kunnen ze hierdoor in potentie hogere rendementen behalen. De passiva van Nederlandse pensioenfondsen bestaat voor het merendeel uit voorzieningen voor toekomstige pensioenen en is uitgedrukt in euro. De passiva en activa van Nederlandse pensioenfondsen verschillen in samenstelling van valuta, waardoor er sprake is van een currency mismatch. De mismatch kan pensioenfondsen blootstellen aan valutarisico's en solvabiliteitsrisico's. Een deel van deze blootstellingen is afgedekt met behulp van valutacontracten. Het risico en de omvang van de currency mismatch kan niet verder gekwantificeerd, omdat de DNB-data alleen op geaggregeerd niveau beschikbaar zijn. Dit betekent dat er aanzienlijke verschillen kunnen zijn tussen pensioenfondsen in zowel het risico en de omvang van de currency mismatch als in de impact van sterke wisselkoersschommelingen.

Referenties

- Abbate, A., Eickmeier, S., Lemke, W., & Marcellino, M. (2016). The changing international transmission of financial shocks: evidence from a classical time-varying FAVAR. *Journal of Money, Credit and Banking*, 48(4), 573–601. <https://doi.org/10.1111/jmcb.12311>
- ABP (2025). *Jaarverslag 2024*. Geraadpleegd op 1 mei 2025, van <https://jaarverslag.abp.nl/>
- Akinci, Ö., & Queralto, A. (2024). Exchange rate dynamics and monetary spillovers with imperfect financial markets. *The Review of Financial Studies*, 37(2), 309–355. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhdo78>
- Andrade, S. C., & Chhaochharia, V. (2018). The costs of sovereign default: Evidence from the stock market. *The Review of Financial Studies*, 31(5), 1707–1751. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhx136>
- Bianchi, J., & Sosa-Padilla, C. (2023). *International sanctions and dollar dominance* (Working Paper 31024). National Bureau of Economic Research.
- Bianchi, J., & Sosa-Padilla, C. (2024). Reserve accumulation, macroeconomic stabilization, and sovereign risk. *Review of Economic Studies*, 91(4), 2053–2103. <https://doi.org/10.1093/restud/rdado75>
- Bocola, L.. (2016). The pass-through of sovereign risk. *Journal of Political Economy*, 124(4), 879–926. <https://doi.org/10.1086/686734>
- Brutti, F. (2011). Sovereign defaults and liquidity crises.. *Journal of International Economics*, 84(1), 65–72. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2011.02.001>
- Ca'Zorzi, M., Dedola, L., Georgiadis, G., Jarocinski, M., Stracca, L., & Strasser, G. (2023). Making waves: Monetary policy and its asymmetric transmission in a globalized world. *International Journal of Central Banking*, 19(2), 95–144. Geraadpleegd op 1 mei 2025, van <https://www.ijcb.org/journal/ijcb23q2a2.pdf>
- Centraal Planbureau. (2024). *Risicorapportage Financiële Markten 2024*. <https://www.cpb.nl/risicorapportage-financiële-markten-2024>
- Centraal Planbureau. (2025). *Risicorapportage Financiële Markten 2025*. <https://www.cpb.nl/risicorapportage-financiële-markten-2025>
- Chari, A., Stedman, K. D., & Lundblad, C. (2023). *Risk-on risk-off: A multifaceted approach to measuring global investor risk aversion* (Working Paper 31907). National Bureau of Economic Research.
- Congressional Budget Office. (2025). *The Budget and Economic Outlook: 2025 to 2035*.
- Clark, G. L., & Monk, A. H. B. (2017). *Institutional investors in global markets*. Oxford University Press.
- De Nederlandsche Bank. (2024). *Liquiditeitsrisico's in derivatenportefeuilles van pensioenfondsen*. Geraadpleegd op 6 mei 2025, van https://www.dnb.nl/media/vfadttdjx/77776-dnb-liquiditeitsrisico-s-derivatenportefeuilles-pensioenfondsen_web.pdf
- Della Corte, P., Sarno, L., Schmeling, M., & Wagner, C. (2022). Exchange rates and sovereign risk. *Management Science*, 68(8), 5591–5617. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2021.4115>

- Dornbusch, R. (1976). Expectations and exchange rate dynamics. *Journal of Political Economy*, 84(6), 1161–1176.
<https://doi.org/10.1086/260506>
- Eichengreen, B. (2010). *Managing a multiple reserve currency world*. Asian Development Bank.
- Eichengreen, B. (2012). International liquidity in a multipolar world. *American Economic Review*, 102(3), 207–212.
<https://doi.org/10.1257/aer.102.3.207>
- Eichengreen, B. (2024). Geopolitics and the global economy. *Journal of International Money and Finance*, 146, 103124.
<https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2024.103124>
- European Central Bank (2025). *Monetary policy decisions*. Geraadpleegd op 5 mei 2025, van
<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2025/html/ecb.mp250306-d4340800b3.en.html>
- Evgenidis, A., & Tsagkanos, A. (2017). Asymmetric effects of the international transmission of US financial stress. A threshold-VAR approach. *International Review of Financial Analysis*, 51, 69–81.
<https://doi.org/10.1016/j.irfa.2017.03.003>
- Fernández-Villaverde, J., Mineyama, T., & Song, D. (2024). *Are we fragmented yet? Measuring geopolitical fragmentation and its causal effect* (Working Paper 32638). National Bureau of Economic Research.
- Financial Times, . (2025). *China's holdings of US Treasuries fall to lowest level since 2009*. Geraadpleegd op 25 februari 2025, van <https://www.ft.com/content/73aef243-0518-42b5-b732-2e64ace3994c>
- Froot, K. A., & Ramadorai, T. (2008). Institutional portfolio flows and international investments. *The Review of Financial Studies*, 21(2), 937–971. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhm091>
- Furceri, D., Hannan, S. A., Ostry, J. D., & Rose, A. K. (2019). *Macroeconomic consequences of tariffs* (Working Paper 19/9). International Monetary Fund.
- Galati, G., Poelhekke, S., & Zhou, C. (2011). Did the crisis affect inflation expectations? *International Journal of Central Banking*, 7(1), 167–207.–207. Geraadpleegd op 25 april 2025, van
<https://ideas.repec.org/a/ijc/ijcjou/y2011q1a8.html>
- Garcia, J., & Gimeno, R. (2014). Flight-to-liquidity flows in the sovereign debt crisis of the euro area. *Review of Financial Studies*, 22, 925–957.
- Georgiadis, G. (2016). Determinants of global spillovers from US monetary policy. *Journal of International Money and Finance*, 67, 41–61. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2015.06.010>
- Hartley, J., & Rebucci, A. (2025). *Tariffs, the dollar, and equities: High-frequency evidence from the Liberation Day announcement*. VoxEU. Geraadpleegd op 28 april 2025, van <https://cepr.org/voxeu/columns/tariffs-dollar-and-equities-high-frequency-evidence-liberation-day-announcement>
- He, Z., & Krishnamurthy, A. (2020). Are US Treasury Bonds Still a Safe Haven? *NBER Reporter*, 3, 20–24. Geraadpleegd op 18 december 2024, van <https://www.nber.org/reporter/2020number3/are-us-treasury-bonds-still-safe-haven>

- Ilzetki, E., Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2019). Exchange arrangements entering the twenty-first century: Which anchor will hold? *The Quarterly Journal of Economics*, 134(2), 599–646.
<https://doi.org/10.1093/qje/qjy033>
- Jordà, Ò., Schularick, M., Taylor, A. M., & Ward, F. (2019). Global financial cyclesfinancial cycles and riskrisk Premiums. *IMF Economic Review*, 67(1), 109–150. <https://doi.org/10.1057/s41308-019-00077-1>
- Jeanne, O., & Son, J. (2024). To what extent are tariffs offset by exchange rates? *Journal of International Money and Finance*, 142, 103015. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2024.103015>
- Jiang, Z., Krishnamurthy, A., Lustig, H. N., Richmond, R., & Xu, C. (2025). *Dollar Upheaval: This Time is Different*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=5220444 (Paper).
<https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.5220444>
- Liu, Y. (2023). Government debt and risk premia. *Journal of Monetary Economics*, 136, 18–34.
<https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2023.01.009>
- Meijerink, G., Bettendorf, L., Boeters, S., Katz, M., Soederhuizen, B., Stalenberg, R., Swierstra, R., & Van 't Riet, M. (2024). *Kansen en kwetsbaarheden: economische verwevenheid met de VS*. Centraal Planbureau.
- Na, S., Schmitt-Grohé, S., Uribe, M., & Yue, V. (2018). The twin Ds: Optimal default and devaluation. *American Economic Review*, 108(7), 1773–1819.–1819. <https://doi.org/10.1257/aer.20141558>
- Pensioenfonds Metaal en Techniek (2024). *Jaarverslag 2023*. Geraadpleegd op 5 mei 2025, van <https://www.pmt.nl/over-pmt/financieel/jaarverslag/>
- Pensioenfonds Zorg en Welzijn (2024). *Jaarverslag 2023*. Geraadpleegd op 5 mei 2025, van <https://www.pfzw.nl/over-pfzw/nieuws/PFZW-publiceert-jaarverslag-2023.html>
- Raddant, M., & Kenett, D. Y. (2021). Interconnectedness in the global financial market. *Journal of International Money and Finance*, 110, 102280. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2020.102280>
- Rey, H. (2015). *Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence* (Working Paper 21162). National Bureau of Economic Research.
- Schenk, C. R. (2010). *The decline of sterling: managing the retreat of an international currency, 1945–1992*. Cambridge University Press.
- Siripurapu, A., & Berman, N. (2023). *The dollar: the world's reserve currency*. Council on Foreign Relations. Geraadpleegd op 28 april 2025, van <https://www.cfr.org/background/dollar-worlds-reserve-currency>
<https://www.cfr.org/background/dollar-worlds-reserve-currency>