

# Blijft het goed gaan?

## Het jaarverslag van De Nederlandsche Bank (DNB)

*Prof. Dr. F. Hartog*

### Inleiding

Op het eerste gezicht is het jaarverslag van DNB over 1997 op een ongelukkig tijdstip verschenen: vlak vóór de Nederlandse parlementsverkiezingen en enkele belangrijke besluiten over de Economische en Monetaire Unie (EMU) en de Europese Centrale Bank (ECB). Vooruitgrijpen op de uitkomsten daarvan heeft dan natuurlijk geen zin. Wel mogelijk is de op dat moment nog komende gebeurtenissen zodanig in het betoog te verwerken dat over de nawerking zinnige dingen worden gezegd. Daarin is de nieuwe president Wellink voortreffelijk geslaagd.

Ik voel wat dit betreft ook met hem mee, omdat er tussen het schrijven en verschijnen van dit besprekingsartikel opnieuw een en ander is gebeurd waarvan ik hoop dat dit de volgende beschouwing niet helemaal achterhaalt.

Er valt dus vrij veel aandacht te besteden aan alles wat in Nederland en Europa op het punt staat te veranderen of reeds veranderd is. Daarnaast belicht de president enkele aspecten van het economische en het financiële beleid, die ook zonder de bedoelde veranderingen van grote betekenis zijn. Dat geldt met name de vraag of we eindelijk de weg naar de blijvende hoogconjunctuur hebben gevonden en wat daarbij de Nederlandse prestatie is. De eerste vraag wordt opgeworpen bij de bespreking van de Amerikaanse economie. De tweede vraag sluit in eerste aanleg weliswaar aan bij de actuele politieke verhoudin-

gen in ons land, maar stijgt daar toch boven uit door ook andere aspecten van onze economie aan de orde te stellen.

Zoals gebruikelijk gaan we van buiten naar binnen. Eerst komen dan de situatie in Japan en de Zuidoost-Aziatische crisis aan de orde. De bespreking van de Amerikaanse economie geeft zoals gezegd een goed aangrijpingspunt voor de tentatieve beantwoording van de vraag of de bestaande hoogconjunctuur blijvend is. Dan komt de Europese conjunctuur aan de orde, met name de gelijkgerichtheid van de laatste jaren, zowel wat de sterke als de zwakke punten betreft. Vandaar richten we de kijker op Nederland, voorzover de komst van de ECB het monetaire instrumentarium van DNB verandert en op wat daaraan ook in politiek opzicht vast zit. Vervolgens zijn we toe aan een algemene belichting van de sterke en zwakke punten van onze eigen economie. Omdat er veel onderlinge samenhang bestaat tussen de meeste van deze deelonderwerpen, ontkomen we er niet aan soms in onze stof heen en weer te moeten draven. Maar zonder indeling wordt alles onoverzichtelijk.

### Japan

Het is met dit land hollen of stilstaan. Het lukt maar niet de stagnatie te boven te komen. Alles werkt verkeerd in op de Japanse economie. De andere Oost-Aziatische landen hebben eerst een deel van de Japanse uitvoer overgenomen, en nu zij zelf ineengezakt zijn werken zij nog een keer negatief in op Japan doordat zij minder uit het laatstgenoemde land invoeren. Maar Wellink stelt terecht dat het probleem van de Japanse economie in wezen een binnenlands probleem is. Het is

Prof. Dr. F. Hartog studeerde economie aan de Nederlandse Economische Hogeschool. Hij promoveerde in 1953. Hij was van 1960 tot 1985 hoogleraar algemene economie aan de Rijksuniversiteit Groningen.

zijns inziens vooral het politieke onvermogen zich snel en daadkrachtig te herstructureren. Dan zal het, zoals met name geldt voor de lang slepende crisis in de financiële sector, de geloofwaardigheid aantasten, zodat op zichzelf positieve maatregelen geen herstel van het vertrouwen meer kunnen bewerkstelligen. Maar wel tast de steeds verder opgevoerde stimulering van de bestedingen de stabiliteit van de staatsfinanciën aan. Monetaire ruimte is er ook nauwelijks meer: het officiële disconto bedraagt thans niet meer dan 0,5%. Daarnaast zijn er zwaar gereguleerde sectoren in de economie, zoals de telecom- en de transportsector, met alle gebrek aan flexibiliteit dat daarbij hoort.

Dit alles maakt Japan tot een dood gewicht in de Aziatische economie en een ommekeer tekent zich nog niet af.

### Zuidoost-Azië

De vroegere Zuidoost-Aziatische 'tijgers' – in ruime zin genomen – doen in zekere zin aan Japan denken: eerst lukt alles, daarna niets meer. Maar er zijn toch voor afzonderlijke landen specifieke punten te noemen.

Het begon in Thailand en verspreidde zich daarna over de rest van de regio, waar vooral Zuid-Korea en Indonesië werden getroffen. Enerzijds was het een geval van rechtstreekse besmetting vanwege de vrij nauwe economische samenhang tussen de betrokken landen. Anderzijds hadden zij belangrijke gemeenschappelijke kenmerken, zoals overgewaarde geldeenheden, omvangrijke buitenlandse schulden (ten dele van het bedrijfsleven en ten dele van de overheid) en een zwakke financiële sector met tekortschietend toezicht en slecht gerichte investeringen. Daar kwam in enkele van de betrokken landen, zoals Indonesië en Zuid-Korea, nog bij het starre monopolisme in sleutelsectoren. Bovendien dachten de in eerste aanleg nog niet getroffen landen dat zij het goed deden en dat hun daarom weinig tot niets kon overkomen. Dus namen zij geen voorzorgsmaatregelen.

Hadden we dit allemaal moeten voorzien? In enkele Latijns-Amerikaanse landen had zich in voorgaande jaren al eens iets dergelijks afgespeeld. We waren dus eigenlijk al gewaarschuwd, maar niemand dacht dat de 'tijgers' plotseling door grote financiële tegenslagen zouden kunnen worden getroffen.

Wie had het moeten voorzien? Met name het Internationale Monetaire Fonds (IMF). Maar dat was niet of nauwelijks ingesteld op zulk een 'brandweertaak'. Daarom werd er vanuit die landen ook te weinig gerapporteerd over de economische ontwikkeling en over symptomen die een ineenstorting zouden kunnen voorafschaduwen.

Het IMF heeft er wel lering uit getrokken. Er wordt gewerkt aan betere rapportering. Er zijn ook belangrijke kredieten verleend om erger te voorkomen. Daaraan zijn strikte saneringseisen verbonden. Ten dele gaat dit ook gepaard met kritiek op het IMF, omdat het fonds grotendeels werkt met de vertrouwde aandrang tot financiële en monetaire verkrapping. Gebeurt dit hier wel terecht? Vermoedelijk in hoofdzaak wel. Het gaat immers met name om herstel van vertrouwen, waardoor kredietverleners buiten het IMF weer aangemoedigd kunnen worden met de desbetreffende landen in zee te gaan. De president oordeelt daarom positief over de grote inspanningen van het IMF om deze landen uit de vernieling te halen.

Een andere vraag is of de globalisatie de neerwaartse ontwikkeling niet verergerd heeft. Door de verstrengeling van de financiële markten zou namelijk het virus zich versterkt kunnen hebben verspreid. Daar steekt iets in, maar bij nader inzien is toch juist overwegend het omgekeerde het geval. Het gebrekkige nationale financiële bestel, de in bepaalde landen gesloten monopolistische structuur van belangrijke delen van het bedrijfsleven en de verdere economische geslotenheid van de getroffen landen maakten dat zij niet of nauwelijks versterkende en stabiliserende impulsen van de ervaren ontwikkelde economieën kregen. Terecht stelt Wellink dan ook op p. 29: 'Het is niet de liberalisatie geweest, maar juist het gebrek aan liberalisatie dat mede heeft bijgedragen tot de structurele problemen en inefficiënties in de Zuidoost-Aziatische economieën'.

Kunnen we al iets min of meer definitiefs zeggen over de gevolgen van de crisis in Zuidoost-Azië op de ontwikkelde wereld? Daar ziet het wel naar uit. De landen zijn opgevangen door het IMF, zij zien nu in dat zij vooral zelf hebben gefaald en trekken daaruit lering. Ook is de bodem van hun neergang vermoedelijk intussen bereikt.

Aanvankelijk zagen we in de westerse wereld vooral de negatieve effecten, zoals de nadelen voor onze uitvoer naar die landen en de aantasting van de winsten van de desbetreffende bedrijven. Dat gaf aanleiding tot een flinke reactie van de aandelenkoersen op de westerse beurzen. Maar die schrik zijn we al weer te boven. Er is meer zicht gekomen op wat voor ons juist gunstig werkt, namelijk de matigende invloed die de wisselkoersdalingen in dat deel van de wereld hebben op de toenemende spanning die onze hoogconjunctuur oproept. Met name kunnen wij de hoge bezettingsgraad van ons productie-apparaat nu langer volhouden, doordat de inflatie bij ons van die kant uit wordt afgeroomd. Vooral op dit aspect van de Zuidoost-Aziatische crisis legt de president de nadruk bij zijn beschouwing over de gevolgen daarvan voor de westerse economie. Dat is een van de aspecten van zijn betoog over de vooruitzichten van de voortdoring van de hoogconjunctuur in ons deel van de wereld. Daarom komen we daar even op terug als we zover zijn.

### **Amerika en de hardnekkige hoogconjunctuur**

Vroeger hadden we de conjunctuurbeweging als op- en neergang van het economische proces. De neergang begon meestal met een klap, die optrad als gevolg van de overspanning die was ontstaan. De arbeid werd schaars en dat leidde tot steeds hogere lonen. Mede daardoor liep de inflatie op. Dat stuwde de rente omhoog. Dit alles leidde uiteindelijk tot hogere kosten voor het bedrijfsleven en dat holde de winstmarges uit. Tenslotte barstte de bom. Dat is natuurlijk een sterk vereenvoudigde weergave, maar voor ons doel is het vermoedelijk voldoende.

Hoe kan een hoogconjunctuur blijvend worden? Door de kostenstijging te bedwingen. De stijgende lonen moeten dan kunnen worden opgevangen door een ongeveer even sterke stijging van de productiviteit, en de rente hoeft dan geen of nauwelijks inflatievergoeding te bevatten. Gaan we tevoren op de rem staan door renteverhoging van de Centrale Bank, dan bestaat de kans dat juist de neerwaartse beweging in gang wordt gezet. Natuurlijk kan zo misschien een zachte landing worden bereikt door de overspanning in haar beginfase te smoren, maar zelfs dat

is blijkbaar niet of nauwelijks meer nodig. De hoogconjunctuur duurt maar voort en de inflatie blijft in bedwang. We zien dat deze ontwikkeling zich vooral voordoet in de Verenigde Staten (VS). Daar was de conjunctuurbeweging in de klassieke tijd het heftigst. Als zij daar is uitgebarsten kan de hele westerse wereld dus gerust zijn. Daarom knoopt Wellink met zijn beschouwing over de conjuncturele vooruitzichten met name aan bij de Amerikaanse ervaringen.

Wanneer 1997 als maatstaf kan gelden voor een ook in de toekomst gunstige ontwikkeling, kunnen we voorlopig gerust zijn. Er lijkt alle reden voor dit zo te zien. De groei was het hoogst in bijna 10 jaar, het werkloosheidspercentage het laagst in bijna 15 jaar en niettemin is de inflatie teruggedrongen tot het laagste peil sinds de jaren zestig. Bovendien is het begrotingstekort gedaald tot niet meer dan 0,2% van het bruto binnenlands product. Loopt de loonstijging dan niet op? Ja, maar dit wordt opgevangen door een versnelling van de productiviteitsstijging.

Toch is Wellink er niet helemaal gerust op dat we zeker kunnen zijn van een uitblijven van een toekomstige omslag. Hij wijst erop dat er wel eens meer een periode is geweest met een hoogconjunctuur die onafgebroken 5 jaar duurde en van een lange tijd geldende lage inflatie. Daarbij vermeldt hij ook tijdelijke factoren die thans gunstig werken, zoals lage energieprijzen en de reeds vermelde dempende invloed van de Aziatische crisis.

Daarin heeft hij wel gelijk, maar er is naar het mij voorkomt ook plaats voor een zeker optimisme over de neiging van een langdurige hoogconjunctuur zichzelf te verlengen, namelijk door daling van de inflatieverwachtingen. Dit heeft een matigende invloed op de marktrente. Hoe langer een versnelling van de inflatie uitblijft, hoe veiliger de economie wordt, ook al trekt de hoogconjunctuur verder aan. Merkwaardig is dat de president wel op verschillende plaatsen de daling van de inflatieverwachting noemt, maar dit niet in verband brengt met de vooruitzichten op voortdoring van de Amerikaanse hoogconjunctuur. Als men dat wel doet, valt een wat optimistischer visie op de duurzaamheid van de Amerikaanse groei te geven dan in het jaarverslag gebeurt.

## Europa

De landen van de Europese Unie (EU) vertonen een meer en meer synchroon verlopende conjunctuur. Alleen het Verenigd Koninkrijk loopt meer met de Amerikaanse conjunctuur in de pas. Daarbij spelen niet alleen de vrij nauwe handelsbetrekkingen met de Verenigde Staten een rol, maar ook de zwevende wisselkoers. Mede onder invloed van de bewust nagestreefde conventie als opstap naar de EMU zijn de inflatie, het rentepeil en de overheidstekorten dichter bij elkaar komen te liggen. Dat geeft een goed uitgangspunt voor de overgang naar Europese monetaire politiek door de ECB. Van belang is wel dat de conventie doelbewust wordt volgehouden in het raam van het stabiliteitspact. De bedoeling daarvan is de disciplinerende die de EMU mogelijk maakte zodanig te verduurzamen dat de door de deelnemende landen ingeleverde beleidsinstrumenten hun werk goed kunnen verrichten.

De gelijkgerichtheid van de conjunctuur in het continentale deel van de EU heeft mede betrekking op een negatief punt. Dit is de overal nog hoge werkloosheid. In het jaarverslag wordt de verklaring van dit verschijnsel vooral gezocht in de over het algemeen rigide regulering van de arbeidsmarkt. Ook wat dit betreft lijkt het Verenigd Koninkrijk met zijn flexibeler arbeidsverhoudingen meer op de VS. Alleen in Duitsland zijn recentelijk voorzichtige stappen gedaan naar een versoepeling van de werking van de arbeidsmarkt. In Frankrijk daarentegen wordt de starheid van het arbeidsmarktbeleid eerder verder onderstreept.

### ECB en DNB vanaf 1 januari 1999

De ECB heeft haar bestaan aangevangen op 1 juli 1998. Op 1 januari 1999 wordt de hantering van de monetaire instrumenten door de nationale centrale banken overgedragen aan de ECB. Het ziet ernaar uit dat de ECB haar rentewapen en haar overige instrumenten in hoofdzaak zal afstemmen op beïnvloeding van de geldhoeveelheid, waarbij de inflatie als voornaamste doelvariabele niet rechtstreeks maatregelen uitlokt. Dat geeft op het eerste gezicht nogal wat verandering in de speelruimte van DNB. Wij krijgen ons rentepeil als het ware uit Europa geleverd en moeten maar hopen dat dit bij onze conjunctuur past. Maar bij nader

inzien is deze overgang vermoedelijk toch geen grote schok. In de eerste plaats maakt de reeds vermelde synchronisatie van de Europese conjunctuur dat de geïmporteerde 'rentejas' ons naar alle waarschijnlijkheid wel ten naastenbij zal passen. In de tweede plaats was de situatie eigenlijk reeds zo met betrekking tot Duitsland. Door de sterke band tussen D-mark en gulden kwam het rentepeil al geruime tijd via onze oostgrens op ons af. Aan te nemen valt dat Duitsland als zwaargewicht in de EMU in sterke mate zijn stempel zal zetten op het Europese monetaire beleid. Ook de Nederlandse president van de Centrale Bank zit daarbij, want een college van alle nationale bankpresidenten begeleidt de ECB. Dat Europese monetaire overleg bevindt zich niet rechtstreeks in het vizier van de Nederlandse overheid. Daarom is afgesproken, dat de president van DNB halfjaarlijks aan de Tweede Kamer opening van zaken zal geven over het beleid van de ECB en de achtergronden daarvan.

Formeel verandert er dus nogal wat, maar Wellink verwacht op grond van de in het voorgaande vermelde overwegingen dat het materieel gezien grotendeels in het verlengde zal liggen van wat we al geruime tijd op monetair gebied doen en laten.

## Nederland

Er valt nog meer over de ontwikkeling van de Nederlandse economie te zeggen, en de president besteedt daar ook ruimschoots aandacht aan. Vooral drie aspecten van onze economische ontwikkeling worden door hem in het blikpunt geplaatst. Dat zijn het trendmatige begrotingsbeleid, de welvaartspositie van ons land en het kapitaalmarkt.

De begroting en het hele financiële instrumentarium ziet hij als de laatste nog resterende conjuncturele beleidsinstrumenten, nu de wisselkoers en de rente zijn overgedragen aan het Europese beleid. Er zijn in het stabiliteitspact wel Europese richtlijnen voor het financiële beleid afgesproken, maar die sporen goed met ons eigen trendmatige begrotingsbeleid. Dan moet dit, vooral met het oog op evenwichtige conjunctuurbeheersing en verdere daling van het nog steeds bestaande overheidstekort, wel doelbewust worden voortgezet. Daarover heeft hij echter toenemende twijfels. Misschien zijn die intussen al geheel of gedeeltelijk weggenomen in het nieuwe regeerakkoord, maar het kan toch zin

hebben de betekenis van het trendmatige begrotingsbeleid van het vorige kabinet nader te belichten.

Tot voor enkele jaren was de voorganger van de huidige president altijd slecht te spreken over het financiële beleid. Het streven was er toen uitsluitend op gericht het tekort terug te brengen. Maar dat gebeurde nogal eens op een voor de werkgelegenheid verkeerde manier, namelijk door belastingverhoging. Minister Zalm heeft er daarom als randvoorwaarde een norm voor de totale uitgaven aan toegevoegd. Die mochten van hem in reële termen niet verder stijgen. De belastingontvangsten gingen wel steeds omhoog als gevolg van de gunstige economische ontwikkeling. Daardoor was een combinatie mogelijk van lastenverlichting en vermindering van het tekort. Dit laatste is op deze wijze teruggebracht tot een peil dat toetreding tot de EMU royaal mogelijk maakt. Wellink had graag gezien dat er minder aan lastenverlichting en meer aan tekortreductie was besteed, maar zoals het er op het moment van schrijven van het jaarverslag uitzag, wees veel erop dat er een eind zou kunnen komen aan het terugschroeven van het tekort. Daarmee zouden wij in de toekomst niet voldoen aan de maatstaf die is afgesproken in het stabiliteitspact, want daarin wordt, zeker voor een periode van hoogconjunctuur, een tekort van nul geëist.

Merkwaardigerwijs komt de verslapping van de begrotingsdiscipline juist van de meevallers. Voorzichtig ramen van de conjunctuur en dus van de belastingontvangsten lijkt solide, maar dan komen er vrijwel steeds meevallers en de besteding daarvan valt buiten de begrotingstrend. Die zijn zelfs onder Zalm voor drievierde aan lastenverlichting en voor eenvierde aan vermindering van het tekort besteed. De president spreekt in dit verband op p. 25 van een 'bijna ongemerkt uithollingsproces van het zo succesvolle trendmatige begrotingsbeleid'.

Er zijn nog twee andere redenen waarom hij de nadruk wil blijven leggen op bestrijding van het tekort. Allereerst is de staatsschuld in de loop van de jaren zo sterk opgelopen dat er nu aan rente ruim f 85 miljoen per dag moet worden betaald. Zolang er een tekort bestaat loopt de omvang van de schuld nog steeds op.

Als tweede punt moet rekening worden

gehouden met de gunstige conjunctuur. Er is geen enkele reden waarom die nog verder zou moeten worden aangejaagd, maar dat gebeurt wel als er in deze omstandigheden een sterke lastenverlaging plaatsvindt. Er is dan geen enkele reserve aanwezig voor het opvangen van een eventuele inzinking van de conjunctuur. Dan dalen de belastingontvangsten en stijgen de uitkeringen, zodat het tekort weer in de verkeerde richting gaat bewegen. De staatsfinanciën zijn pas echt gesaneerd als een hoogconjunctuur samenvalt met een duidelijk overschot.

Toch – en dat is het tweede aspect – scoort Nederland ondanks een duidelijke economische voorspoed vrij laag als het gaat om de welvaart per hoofd. Het gaat daarbij om de hoeveelheid goederen en diensten, waarover ieder gemiddeld beschikken kan. Wij bevinden ons met een achtste plaats in de achterhoede van de EU. Alle omringende landen scoren wat dit betreft hoger.

Twee dingen kunnen deze situatie echter relativiseren. In de eerste plaats is in ons land ook de hoeveelheid gewerkte uren per hoofd aan de lage kant. Als we daarvoor corrigeren komen we duidelijk hoger uit. Wij stellen blijkbaar meer prijs op vrije tijd. Bij een ruimer welvaartsbegrip moet ook die worden meegerekend.

Als tweede punt is er de moeilijkheid van dit soort berekeningen. Ik ben er zelf al eens mee bezig geweest toen hierover nog weinig of niets ter beschikking stond. Dat bleek een heidens karwei te zijn. Men moet niet alleen beschikken over de absolute prijzen van precies dezelfde artikelen, maar tevens over de absolute productiviteit per arbeidsuur, ook weer voor precies dezelfde artikelen. Dat maakt de vergelijkingsbasis uitermate smal. Nu zal het ongetwijfeld tegenwoordig beter kunnen worden berekend, maar ik kan mij toch niet losmaken van de overtuiging dat deze vergelijking zeer tentatief is en dat we er ons dus niet erg zenuwachtig over behoeven te maken.

Als derde uitgesproken kenmerk van de huidige Nederlandse conjunctuur kan gelden de sterke opblazing van het financiële circuit. De geldhoeveelheid, de kredietverlening, de woningprijzen en de beurskoersen vertonen een ontwikkeling die uitgaat boven wat zich afspeelt in de sfeer van de lopende bestedingen. Beide circuits zijn natuurlijk niet strikt gescheiden, maar tot

dusver gaat de kapitaalsfeer toch het meest in de richting van oververhitting. Dit is, naast de uitholling van het trendmatige begrotingsbeleid, het tweede onderwerp waar de president zich zorgen over maakt. Vooral de in 1997 nog weer versnelde kredietverlening door het bankwezen ligt voor hem dicht bij huis. De stijging van de omvang van de kredietverlening aan particuliere huishoudens ligt al enkele jaren in de dubbele cijfers en is ook in 1998 weer enkele punten toegenomen. De kredietverlening aan het bedrijfsleven stijgt wat minder uitbundig, maar gaat toch mee in dezelfde richting. De lage rente op de kapitaalmarkt speelt daarbij natuurlijk een grote rol. De prijzen van de belangrijkste vermogensobjecten weerspiegelen dit. De uitbundige toename van de hypothecaire kredietverlening jaagt vooral de woningprijzen op. De aandelenkoersen in Amsterdam zijn nu voor het zesde achtereenvolgende jaar al meer gestegen dan het wereldgemiddelde. De president laat zich hierover in voorzichtige bewoordingen uit, want hij weet natuurlijk ook niet hoe het verder zal gaan, maar wat hij erover zegt heeft toch een waarschuwend karakter. Hij wijst met name op de toenemende onzekerheid die gepaard gaat met het hoge koerspeil. We zien ook al duidelijk dat er bij beleggers een zekere duizeligheid is ontstaan, waardoor tijdelijke benedenwaartse correcties de neiging hebben gekregen verder dan tot dusver om zich heen te grijpen. Die toenemende onzekerheid, en met name een eventuele sterke

terugslag, kunnen naar de lopende sfeer doorwerken en daar de bestedingen drukken. Maar intussen zijn de woningprijzen al in wat rustiger vaarwater terechtgekomen, zonder dat dit verder om zich heen heeft gegrepen. Wat betreft de toekomstige ontwikkeling van de aandelenkoersen ziet Wellink als mogelijk doorgaande stijgingsfactor de optimistische winstverwachtingen. Hij noemt hier niet de nog steeds toenemende hoeveelheid beleggingsgeld, waarover hij wel in ander verband schrijft. Dat geld kan zich bij een verdere openheid van de kapitaalmarkt als gevolg van de voltooiing van de EMU ook in sterkere mate op buitenlandse kapitaalmarkten gaan richten.

Kan verstrakking van het monetaire beleid een mogelijke oververhitting van de kapitaalsfeer misschien voorkomen? In zijn persconferentie laat de president zich daar zeer voorzichtig over uit. Volgens hem is het onduidelijk welk deel van de economie daardoor zou worden geraakt. Hij maakt er zich wel zorgen over, maar daar blijft het bij.

### **Slotopmerking**

Bij dit eerste jaarverslag van de nieuwe president keek Duisenberg, naar de woorden van Wellink, nog over diens schouder mee. Hoe zal dit de volgende keer zijn?