Gastbeitrag Warsh und die Märkte

Eine neue Ära der Geldpolitik

Warum Kevin Warsh die Strategie der Federal Reserve verändert – und weshalb die EZB davon nicht unberührt bleiben dürfte. Monetäre Aggregate wie die Geldmenge werden wieder wichtiger.

Frankfurt, 27. Oktober 2026, 15:57 Uhr

Michael Heise, Chefökonom HQ Trust



US-Notenbankpräsident Kevin Warsh verweist auf hohe Inflationsgefahren.
picture alliance / ASSOCIATED PRESS | Yukinobu Sakamoto

Wenn an der Spitze der Federal Reserve ein neuer Chairman steht, ist das in der Regel mehr als ein personeller Wechsel. Kevin Warsh hat eine Überprüfung der geldpolitischen Strategie in mehreren Arbeitsgruppen in die Wege geleitet. Sie befassen sich mit der Kommunikation, der Bilanzpolitik, der Datenqualität, den Auswirkungen der Digitalisierung auf Produktivität und Beschäftigung sowie mit den Grundlagen der Inflationsanalyse. Diese Breite ist sinnvoll und sie deutet auf einen grundsätzlichen Anspruch hin.

Dahinter steht eine wichtige Erkenntnis aus den vergangenen Jahren. Die Geldpolitik hat viel zu spät auf den kräftigen Anstieg der Inflation in 2021 reagiert und ihr Stabilitätsziel von 2% Inflation seit fünf Jahren verfehlt. Die Reformen stehen allerdings unter einem Vorbehalt: Der Spielraum der Fed wird nicht allein durch die geldpolitische Strategie bestimmt. Auch die amerikanische Finanzpolitik setzt ihr zunehmend Grenzen und ist eine Herausforderung für ihre Unabhängigkeit.

Staatsschulden schränken die Freiheitsgrade der Geldpolitik ein

Die amerikanische Bruttostaatsverschuldung liegt bei rund 120% des Bruttoinlandsprodukts und steigt weiter. Gleichzeitig überschreitet die jährliche Zinsbelastung des Bundeshaushalts inzwischen 1 Bill. Dollar. Die Finanzierung ist relativ kurzfristig strukturiert und der relative Anteil ausländischer Investoren am Staatsanleihenmarkt sinkt.



Michael Heise, Chefökonom von HQ Trust
HQ Trust/Philippe Ramakers

Der kräftige Anstieg der Kapitalmarktrenditen seit 2022 hat die Schuldendynamik verschärft. Solange die Zinsen deutlich unterhalb der nominalen Wachstumsrate der Wirtschaft lagen, ließ sich die Schuldenquote einigermaßen stabilisieren, ohne dass eine umfassende Haushaltskonsolidierung erforderlich war. Inzwischen sind die Refinanzierungskosten des Staates jedoch kaum geringer als die nominale Wachstumsrate des Inlandsprodukts. Eine Konsolidierung ist unumgänglich.

Je mehr die Zweifel an der Tragfähigkeit der Staatsfinanzen wachsen, umso mehr wird die Notenbank unter politischen Druck kommen, die Zinsen niedrig zu halten und als Nachfrager von Staatsanleihen aufzutreten. Diese „fiskalischer Dominanz“ führt dazu, dass die Zentralbank ihre Entscheidungen nicht uneingeschränkt an Preisstabilität und Beschäftigung ausrichtet und gegebenenfalls eine höhere Inflation toleriert.

Bilanzreduzierung ist fraglich geworden

Für Warsh ergibt sich daraus ein grundlegendes Dilemma. Wenn die Finanzpolitik keine glaubwürdige Perspektive etwa für die Stabilisierung der Schuldenquote bietet, bleiben die Möglichkeiten geldpolitischer Reformen begrenzt. Der weitere Rückbau der Zentralbankbilanz etwa dürfte in dem Umfeld bereits hoher Kapitalmarktrenditen und der staatlichen Finanzierungsprobleme schwer möglich sein. Im Extremfall könnte eine Krise am Treasury-Markt die Fed vielmehr zu Liquiditätshilfen und Anleihekäufen zwingen, obwohl sie eigentlich eine restriktivere Geldpolitik verfolgen müsste.

Tatsächlich hat die Notenbank ihr Bilanzvolumen von etwa 9 Bill. Dollar in 2022 mit einer Politik der quantitativen Straffung wieder auf rund 6,7 Bill. Dollar Ende 2025 reduziert. Der Rückbau wurde allerdings im Dezember 2025 beendet, als die Notenbank zu dem Ergebnis kam, dass die Bankreserven inzwischen nicht mehr überschüssig, sondern angemessen sind. Weitere Maßnahmen zur Bilanzreduktion zeichnen sich derzeit nicht ab, auch wenn Warsh als Kritiker der quantitativen Bilanzpolitik der letzten Jahre bekannt ist. Eine Minderung des Bestandes an staatlichen Anleihen etwa würde die Rolle der Notenbank als Marktakteur und ihren Einfluss auf die Preise mindern. Realistisch ist ein Rückbau des Anleihenstandes angesichts der bereits sehr hohen staatlichen Refinanzierungskosten allerdings nicht.

Weniger Forward Guidance, mehr Entscheidungsfreiheit

Ein Problem der Geldpolitik in den letzten Jahren lag in Vorfestlegungen, die eine rasche Reaktion der Geldpolitik bei anziehender Inflation verhinderten. In den Niedrigzinsjahren nach der Finanzkrise bis 2021 hatte man solche Vorfestlegungen intensiv genutzt. Bei Leitzinsen nahe null hoffte man, so die längerfristigen Finanzierungskosten zu senken und die Konjunktur zu stützen.

Problematisch wurde es jedoch, als die Vorfestlegungen in Konflikt mit der aktuellen Lage gerieten. Genau das zeigte sich im Inflationsschub von 2021 und 2022. Die Fed hatte lange signalisiert, dass der Anstieg der Inflation vorwiegend temporärer Natur sei und eine baldige Straffung auch aufgrund der Covid bedingten Beschäftigungsverluste nicht erforderlich mache. Zudem war die Zinswende an das Ende der Anleihekäufe geknüpft. Als die Inflation deutlich und anhaltend anzog, war die Zentralbank dadurch in ihrer Handlungsfähigkeit weitgehend eingeschränkt.

Keine Hinweise mehr durch die Fed

Die Erfahrungen mit dem Inflationsschub zu Beginn des Jahrzehnts haben die Kommunikation der Zentralbank erheblich geändert. Und Kevin Wash hat bereits in seinen ersten Pressekonferenzen klargemacht, dass die Zentralbank künftig darauf verzichten wird, den Finanzmärkten weitreichende Hinweise auf den künftigen Kurs der Geldpolitik zu geben. Das Kalkül dabei ist zweierlei: Den eigenen Handlungsspielraum bei Änderungen der Datenlage zu erhalten und die Informationen zu nutzen, die in den geldpolitisch unbeeinflussten Markteinschätzungen enthalten sind.

Auch die EZB machte ähnliche Erfahrungen. Noch im Herbst 2021 rechneten die Märkte mit einer längerfristigen Beibehaltung negativer kurzfristiger Zinsen. Die EZB hatte Zinserhöhungen an einige Bedingungen geknüpft und den ersten Zinsschritt erst nach dem Auslaufen der Nettoanleihekäufe vorgesehen. Als die Teuerung bereits über 8% war, erfolgte die erste Erhöhung im Juli 2022. Die vorherige Kommunikation hatte die Erwartungen geprägt und die Anpassung verzögert.

Daraus folgt nicht, dass Zentralbanken auf jede Form von Forward Guidance verzichten sollten. Sie ist jedoch von der wirtschaftlichen Situation abhängig und sie sollte eher als bedingte Prognose und nicht als verbindliche Zusage gelten. Angesichts der großen geopolitischen und ökonomischen Unsicherheiten können sich auch in den Zentralbanken die Prognosen und Einschätzungen sehr rasch ändern.

Geldmenge stärker berücksichtigen

Eine Neuerung durch die Reformen der Fed könnte die wieder stärkere Beachtung monetärer Aggregate in der Inflationsanalyse und bei der Politikausrichtung sein. Über viele Jahre hat die Geldmengenentwicklung in der praktischen Geldpolitik an Bedeutung verloren. Unsicherheiten über die Entwicklung von Geldnachfrage und Finanzinnovationen wurden als Gründe angeführt.

Auch in den Jahren 2020 und 2021 wurde das enorme Wachstum der Geldbestände in den USA und im Euroraum relativiert. Vielfach wurde es als vorübergehende Zunahme der Kassenhaltung interpretiert, deren inflationäre Bedeutung begrenzt sei. Tatsächlich war der enorme Aufbau von Liquidität ein Vorbote für einen kräftigen Anstieg der Nachfrage, der aufgrund von Lieferengpässen und Angebotsbeschränkungen in den Covid Jahren einen kräftigen Inflationsschub auslöste.

Der starke Geldmengenzuwachs war somit ein klares Signal für die bevorstehende Inflationsbeschleunigung und hätte stärker beachtet werden müssen. Daher sollte der Geldmenge wieder mehr Gewicht als Indikator für die Preisniveauentwicklung zukommen, in den USA wie auch in der EWU.

Hoffnungen auf KI-Effekte

Kevin Wash hat schon im Vorfeld seiner Ernennung häufiger über die möglichen Auswirkungen der künstlichen Intelligenz auf die Produktivität und die Preisentwicklung gesprochen. Hoffnungen richten sich darauf, dass neue Basistechnologien die Produktivität und das Wachstumspotenzial erhöhen und gleichzeitig den Inflationsdruck senken. Das würde es der Geldpolitik ermöglichen, langfristig einen geringeren neutralen Zins anzupeilen.

Ob es so kommt, ist allerdings keineswegs sicher. Denn das Wissen über die Auswirkungen von KI auf die Produktivität, die Beschäftigung und die Einkommensverteilung ist noch viel zu rudimentär, um weitreichende Schlussfolgerungen zuzulassen. Selbst wenn es starke Produktivitätssteigerungen und preissenkende Effekte auf der Angebotsseite gibt, ist zu berücksichtigen, dass die Investitionen und der private Konsum auf der Nachfrageseite ansteigen können und eher höhere Zinsen erfordern. Auch in der aktuellen Aufbau- und Verbreitungsphase von KI sind preistreibende Effekte durch erhebliche Investitionen und Engpässe bei Energie und Ausrüstungen zu beobachten. Neue Grundannahmen für die Geldpolitik werden sich nur über die Zeit entwickeln lassen.

Mehr Unsicherheit wird zugelassen

Der geschilderte Strategiewechsel würde die Beziehung zwischen Fed und Finanzmärkten verändern. In den vergangenen Jahren haben Investoren die Kommunikation der Zentralbank intensiv nach einzelnen Worten und nach Hinweisen auf einzelne Datenveröffentlichungen ausgewertet, um den wahrscheinlichen Zinspfad möglichst früh zu antizipieren. Die Forward Guidance trug dazu bei, dass sich Markterwartungen oft schon lange vor einer Entscheidung an den Signalen der Fed ausrichteten.

Weniger Vorfestlegungen würden diese Berechenbarkeit verringern. Rund um Zinsentscheidungen könnten die Schwankungen an den Anleihe-, Aktien- und Devisenmärkten zunehmen. Auch die Risikoprämien längerfristiger Anleihen könnten steigen, wenn die Unsicherheit über den künftigen Leitzinspfad und die Bilanzpolitik zunimmt. Hinzu käme möglicherweise eine geringere Erwartung, dass die Fed bei stärkeren Kursverlusten unmittelbar stabilisierend eingreift – eine Art Abschwächung des sogenannten Fed-Put.

Signal aus dem Markt klarer?

Das wäre nicht nur eine Belastung. Märkte sollen Risiken bewerten, Informationen verarbeiten und Kapital entsprechend verteilen. Wenn die Zentralbank ihre Reaktionsfunktion nicht zu detailliert vorzeichnet, können Markterwartungen wieder stärker eigenständige Informationen über Inflation, Wachstum und Finanzierungsbedingungen liefern. Die Fed könnte diese Signale in ihre Entscheidungen einbeziehen, anstatt durch ihre Kommunikation selbst eine bestimmte Erwartungshaltung zu verstärken. Einen solchen Spiegeleffekt möchte sie vermeiden.

Für Investoren dürfte die Neuorientierung höhere Anforderungen an die eigene Analyse stellen. Es wird riskanter, Positionen allein auf der Grundlage vermeintlich verlässlicher Zentralbanksignale aufzubauen. Die Entwicklung von Inflation, Wachstum, Geldmenge und Staatsfinanzen müsste stärker eigenständig bewertet werden.

Unterstützung der Finanzpolitik nötig

Eine neue Ära der Geldpolitik mit einer stärkeren Informationsfunktion der Märkte, weniger Forward Guidance, einer umfassendere Inflationsanalyse auch auf der Basis monetärer Größen und einer stärkeren Rolle der klassischen Zinspolitik im Verhältnis zur quantitativen Bilanzpolitik wäre durchaus zu begrüßen.

Mit der zunehmenden Staatsverschuldung sowohl in den USA wie im Euroraum wächst allerdings auch die Gefahr, dass geldpolitische Entscheidungen indirekt an den Bedürfnissen der Staatsfinanzierung ausgerichtet werden. Die Glaubwürdigkeit einer geldpolitischen Strategie hängt deshalb auch von einer tragfähigen Finanzpolitik ab. Inwieweit die Reformansätze bei der Fed gehen werden, bleibt abzuwarten.

Änderungen der Fed Politik dürften sich erneut als Trendsetter für die EZB erweisen. Auch bei früheren Innovationen wie etwa der „Forward Guidance“ oder den groß dimensionierten Anleihekaufprogrammen war die Fed der Vorreiter gewesen. Viele der aktuell in den USA diskutierten geldpolitischen Reformen erscheinen auch für die EZB relevant. Allerdings stehen den geldpolitischen Erfordernissen der Preisstabilisierung auch in der Europäischen Währungsunion zunehmend Finanzierungsnöte der Finanzpolitik entgegen. Zwar operiert die EZB im Unterschied zur Fed in einem supranationalen Rahmen, der ihr mehr Unabhängigkeit von nationaler Politik verschafft. Aber auch in der Währungsunion hat es einen Einfluss auf die Geldpolitik, wenn das Vertrauen der Anleger in die Tragfähigkeit der Finanzpolitik schwindet und entsprechende Kursverluste für Staatsanleihen folgen. Die aktuelle Diskussion über die französische Finanzpolitik ist ein Beispiel dafür.

Die Geldpolitik braucht die Unterstützung der Finanzpolitik, um über längere Sicht wieder niedrigere Zinsen herbeizuführen. Nach Lage der Dinge ist das derzeit nicht abzusehen. Anleger sollten sich daher auf ein weiterhin erhöhtes Zins- und Renditeniveau einstellen.