Helaba

Im Fokus: Länder
13. Mai 2026

Fed: Bühne frei für Kevin Warsh

In dieser Woche löst Kevin Warsh nach acht Jahren Amtszeit Jerome Powell als Fed-Chef ab. Präsident Trump fordert immer wieder drastisch niedrigere Leitzinsen – während die Folgen seiner eigenen Politik die Inflation anfeuern. Wird Warsh „liefern“?



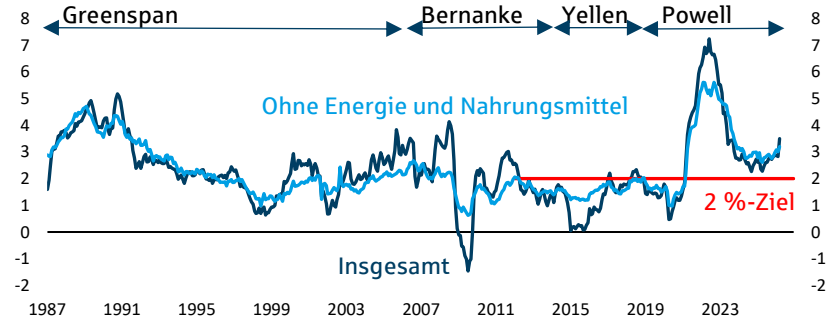
Patrick Franke
Internationale Konjunktur
T. 069/91 32-47 38

Um es klar zu sagen: Wenn **Kevin Warsh** in seiner neuen Rolle als Chairman des Federal Reserve Board die **geldpolitischen Wünsche von Präsident Trump** umsetzt, wird er wohl **großen Schaden an der Wirtschaft und am Finanzmarkt der USA** anrichten. Die Hoffnung muss daher sein, dass er sich – wie schon sein ebenfalls von Trump nominierter Vorgänger Jerome Powell –im Amt seiner Verantwortung für das große Ganze bewusst wird und Zusagen, die er Trump im Vorfeld der Nominierung vielleicht gemacht hat, schnell vergisst. Mit dieser Publikation steigen wir ein in die wichtigen Diskussionen „Wie gut stehen die Chancen dafür?“ und **„Was wird bei der Fed unter einem Chairman Warsh anders als bisher?“**.

Der 56-jährige Warsh hat keinen Hintergrund in der akademischen Volkswirtschaftslehre wie Ben Bernanke (2006-2014) oder Janet Yellen (2014-2018), sondern ist – wie Powell – ein studierter **Jurist**. Sein beruflicher Hintergrund außerhalb der Fed lässt sich wohl am besten mit dem – je nach eigenem Standpunkt sehr unterschiedlich belegten – Begriff **„Investmentbanker“** umschreiben. Von 2006 bis zu seinem Rücktritt 2011 war er Fed-Governor und damit Mitglied im FOMC. In der Finanzkrise spielte er eine zentrale Rolle im Dialog der Fed mit den Wall-Street-Banken. Damals galt er innerhalb des Board als **„inflation hawk“**, der eine restriktivere Geldpolitik favorisierte als andere.

Fed-Chefs und Inflation: Ein gemischtes Bild

PCE-Preisindex, Veränderung gegenüber Vorjahr in %



Quellen: Macrobond, Helaba Research

Seit Warshs Zeit bei der Fed hat sich seine öffentlich kommunizierte **Einschätzung** zu manchen Fragen **merklich verschoben** – wir gehen darauf in den nächsten Abschnitten näher ein. Dass Leute ihre Positionen im Zeitablauf ändern, ist nichts Ungewöhnliches. Aber in diesem Fall könnten seine neueren Positionen nicht die Überzeugungen des Kevin Warsh widerspiegeln, sondern vielmehr das, was er für hilfreich hält, um seine Ambition zu realisieren, Fed-Chef zu werden. Es ist daher unklar, inwieweit sich Warshs Positionen wirklich verändert haben, oder ob seine jüngst öffentlich präsentierte „Persönlichkeit“ vor allem dazu diente, sich den Job zu sichern.

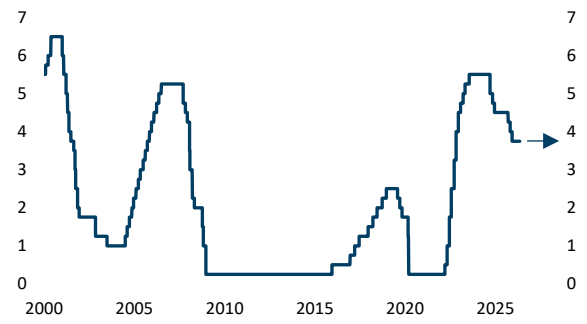
Welcher Warsh wird es nun sein, der zukünftig die Fed leitet? Dass er kein Professor der Volkswirtschaftslehre ist, muss für seinen neuen Job kein Handicap sein. Die zwei größten Politikfehler der Fed in der jüngeren Geschichte – das Aufblasen der „Subprime“-Blase und die Überstimulierung der Wirtschaft in der Pandemie – wurden unter der Führung der Makroökonomen Greenspan/Bernanke bzw. dem Juristen Powell gemacht.

Für niedrigere Leitzinsen, gegen „forward guidance“

Traditionell genießt der Chair bei der **Gestaltung der Geldpolitik** einen Einfluss, der über die eine Stimme im FOMC hinausgeht. Wie weit, hängt vor allem vom **„Standing“ der Person** ab. Bei Alan Greenspan (1987-2006) nahm die Unterwürfigkeit schon kontraproduktive Ausmaße an – kaum jemand wagte es, dem „Maestro“ zu widersprechen.

Die Niedrigzinszeit ist vorbei

Federal Funds Target Rate, %*



*oder Mitte des Zielkorridors
Quellen: Macrobond, Helaba Research

Aber der Chair hat es bei Fragen der Geldpolitik nicht nur mit den anderen sechs Gouverneuren zu tun, sondern auch mit den zwölf Präsidenten der regionalen Fed-Banken, von denen stets fünf im FOMC stimmberechtigt sind. Alle diese Personen haben ihre eigenen Überzeugungen und Vorstellungen von Geldpolitik und **werden nicht blind Vorschlägen des Chair folgen**. Mit dem Ausscheiden von Stephen Miran, dessen Gouverneursposten Warsh übernimmt, sind keine Trump treu ergebenen Gefolgsleute mehr im FOMC. Gouverneur Waller und Gouverneurin Bowman wurden zwar von Trump ernannt und zeigten eine gewisse Offenheit für dessen Argumente – solange sie selbst noch für den Chefposten im Gespräch waren. Warsh wird seine neuen Kollegen und Kolleginnen überzeugen müssen und dies wird ihm umso leichter fallen, je mehr er sie „abholt“ und **auf extreme bzw. kontroverse Positionen verzichtet**.

In diesem Zusammenhang könnte Warshs zuletzt oft recht **fundamentale Kritik** an der Fed, die wohl als Teil seiner Bewerbung für den Posten interpretiert werden muss, als Handicap gelten. Warsh ist hinsichtlich seiner wahrscheinlichen Akzeptanz seitens seines zukünftigen Kollegiums durch seine **Qualifikationen** jedoch besser positioniert als alternative ehemalige Kandidaten wie Trumps Berater Kevin Hassett, der – wir erinnern uns – laut manchen Beobachtern schon mal als neuer Fed-Chef feststand, aber wie Stephen Miran am Finanzmarkt als Ja-Sager und bedingungslos loyaler Gefolgsmann Trumps gilt.

Soweit man das aus öffentlichen Äußerungen schließen kann, ist Warshs **Hauptargument für niedrigere Leitzinsen** etwa wie folgt: Analog zum von Alan Greenspan in der „New Economy“-Phase konstatierten höheren Produktivitätstrend sieht Warsh in der **KI eine transformierende Technologie**. Deren Verbreitung würde die Produktivität der Beschäftigten enorm steigern und so das **„speed limit“ für inflationsfreies Wachstum** der US-Wirtschaft merklich steigern. Dies würde einen **niedrigeren Leitzins** ermöglichen – **ohne höhere Inflationsrisiken**. Wir werden sehen, in welchem Maße sich das Spektrum der FOMC-Projektionen im Juni durch sein Hinzukommen in dieser Hinsicht verschiebt.

Das **Problem mit dieser Argumentation** ist, dass der Produktivitätstrend für die Geldpolitik ein **zweischneidiges Schwert** ist. Ja, mit gestiegenem Potenzialwachstum führt ein gegebener Outputzuwachs zu geringeren Kapazitätsengpässen und damit zu weniger Inflationsdruck. Aber ein deutlich höherer Wachstumstrend bedeutet nach allgemeinem Konsens auch, dass der **„neutrale“ Zins** zunimmt. Vereinfacht gesagt: Um eine gewünschte Restriktionswirkung zu erzielen, muss der Leitzins ceteris paribus mehr angehoben werden als im Falle eines schwächeren Potenzialwachstums (und niedrigeren neutralen Zinsniveaus). **Ob ein solches Szenario also kurzfristig für Zinssenkungen oder -anhebungen spricht, ist nicht eindeutig.**

Mit seiner Ablehnung des geldpolitischen Instruments der **„forward guidance“** schließlich rennt Warsh bei uns offene Türen ein. Wir teilen seine Einschätzung, dass der Versuch der Fed, längerfristige Zinsen zu drücken, indem sie die Erwartungen für den Leitzins „festzunageln“ versuchte, in der **Inflationsepisode 2021/2022** eine wichtige Rolle gespielt haben dürfte. Die Fed zögerte zu lange, die extrem expansive Geldpolitik zu korrigieren, auch weil sie sich vorher ausdrücklich festgelegt hatte, dies nicht „vorschnell“ zu tun.

Gegen den „mission creep“

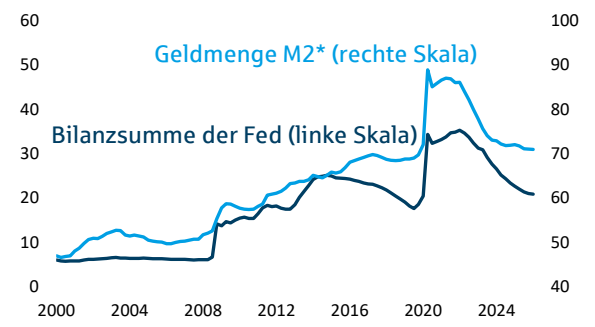
Auch beim Thema **„mission creep“** der Fed – dem Vorwurf, die Notenbank hätte sich in den letzten Jahren zu sehr um Dinge gekümmert, die sie eigentlich nichts angehen – würden wir uns auf Warshs Seite positionieren. Allerdings hatte schon Jerome **Powell** die vorher zu beobachtende Tendenz, zunehmend sozial- oder gesellschaftspolitische Aspekte in den Fokus zu nehmen, **zurückgefahren**. Beim Komplex „Geldpolitik und Klima“ hatte sich die Fed im Vergleich z.B. mit der EZB schon immer zurückgehalten. Ihre eher zaghaften Aktivitäten in dieser Richtung hat sie im vergangenen Jahr schnell über Bord geworfen.

Allerdings spielten solche „Ablenkungen“ wohl bei den Fehlern der Fed in den letzten zwanzig Jahren eine **untergeordnete Rolle**. Vor allem die **zu expansive Geldpolitik** nach der Pandemie war nicht sachfremden Zielen wie Klima oder dem Streben nach sozialer Gleichheit geschuldet.

Warsh macht sich für eine kleinere Fed-Bilanzsumme stark

Warsh hat vor allem eine konkrete Entwicklung der vergangenen Jahre kritisiert: die **starke Ausweitung der Bilanzsumme der Fed** und die damit verbundene Aufstockung ihrer Anleihebestände. Diese erfolgte in zwei Stufen, zunächst **nach der Finanzkrise** und dann **in und nach der Pandemie**. Die Fed kaufte jeweils in erheblichem Umfang Anleihen (hauptsächlich Treasuries), was ihre Bilanz, die Überschussreserven des Bankensystems und die Geldmenge kräftig steigen ließ. In der Phase nach 2020 schlug die Maßnahme stark auch auf die **breiten Geldmengenaggregate** durch – in den Augen vieler Beobachter eine notwendige Bedingung für den folgenden **Inflationsschub**.

Zu viel des Guten?



*Vereinfacht: Bargeld im Umlauf, Sicht-/Sparguthaben bei Banken, Einlagen bei Geldmarktfonds und Festgeld (in Konten unter $100.000)
Quellen: Macrobond, Helaba Research

Eine Abkehr vom aktuellen, seit der Finanzkrise existierenden, **„ample reserve regime“** müsste allerdings graduell erfolgen, da sich Bankensystem und Geldmarkt auf den Status Quo eingestellt haben. Erst vor kurzem beendete die Fed das passive Schrumpfen ihrer Bilanz, weil nach ihrer Sicht der Punkt erreicht war, wo eine weitere Reduktion **Spannungen im Finanzsystem** mit sich bringen würde. Man kann zur Strategie der „Überschussreserven“ sicher kontroverse Positionen vertreten. So fällt es ihren Verfechtern zum Beispiel oft schwer, die **gesamtwirtschaftlichen Vorteile** des neuen Systems gegenüber der Situation vor 2008 schlüssig zu erläutern.

Die hohe Bilanzsumme der Fed bringt zudem **Nachteile**, wie die **Volatilität der Notenbankgewinne**. In der Niedrigzinsphase überwies die Fed dank ihrer aufgeblähten Anleihebestände jährlich rund 100 Mrd. US-Dollar an den Finanzminister. Im Zuge des Zinsanstiegs ab 2022 drehte dies dann ins Negative, als das Zinseinkommen der Anleihen von der Verzinsung der Bankreserven mehr als aufgezehrt wurde.[1]

Warshs Position zur Bilanzsumme steht jedoch eigentlich im **Widerspruch zur Interessenslage Trumps und des Finanzministeriums**, denen daran gelegen sein sollte, dass die von Rendite-/Risikoargumenten weitgehend unbeeinflusste Notenbank möglichst viel der ständig wachsenden Staatsschulden hält. Offenbar ist es Warshs Idee, den Aufwärtsdruck auf die langfristigen Zinsen, den ein Abschmelzen der Bilanzsumme mit sich bringen würde, durch niedrigere Leitzinsen zu kompensieren – was tendenziell die **Zinskurve steiler** machen würde. Es würde außerdem das **Konfliktpotenzial zwischen Treasury und Fed** erhöhen, vor allem wenn – wovon auszugehen ist – dies zu einer stärkeren Neuverschuldung am kurzen Laufzeitrand führt. Damit würden die **Zinskosten** der Regierung nämlich noch unmittelbarer von den **Leitzinsentscheidungen** der Fed beeinflusst als sowieso schon.

[1] Die Treasury musste aber in diesen Jahren kein Geld „nachschießen“. Die Fed hat als Notenbank die Möglichkeit, diesen Posten als so genanntes „deferred asset“ zu verbuchen. Kumulativ erreichte dies Ende 2025 knapp 250 Mrd. US-Dollar.

Aufsichtsrolle der Fed: Mehr Deregulierung wahrscheinlich

Wenn Ökonomen über die **„Unabhängigkeit der Notenbank“** sprechen, meinen sie damit in der Regel nicht, dass diese völlig losgelöst vom sonstigen politischen Apparat agieren oder keinerlei demokratischer Aufsicht unterliegen soll. Der Begriff zielt meist auf das engere Konzept einer **Geldpolitik** ab, die sich rein **an den fundamentalen Rahmenbedingungen orientiert und nicht am Wahlkalender**.

Eine weitergehende Unabhängigkeit macht beispielsweise dann keinen Sinn, wenn die Notenbank – wie heute üblich – auch **Regulierungsaufgaben** übernimmt. Zwar ist eine gewisse **Distanz zum politischen Tagesgeschäft** sicher auch bei der Bankenaufsicht wünschenswert, die im Falle einer gescheiterten Regulierung notwendigen Finanzmittel für „bailouts“ müssen aber letztlich die **Steuerzahler** aufbringen. Sie haben daher ein Recht darauf, dass diese Entscheidungen in der Öffentlichkeit und von demokratisch legitimierten Volksvertretern debattiert und – zumindest indirekt über die laufende Gesetzgebung – gesteuert werden.

Was genau Kevin Warsh auf dem Gebiet der Regulierung tun wird, ist unklar – auch, inwiefern er diese Spielwiese seiner dafür zuständigen Vizepräsidentin Bowman überlässt und sich selbst auf andere Themen konzentriert. Von seinen Äußerungen und seinem Hintergrund her ist allerdings davon auszugehen, dass er tendenziell die Politik von Präsident Trump und Finanzminister Bessent hin zu einer **weitgehenden Deregulierung des Finanzsektors**, sei es nun im Hinblick auf Banken, Kryptowährungen oder Stable Coins, **unterstützt** – und damit höhere Risiken für die Finanzstabilität billigend in Kauf nimmt.

Fazit: Warsh wird wahrscheinlich nicht zur Zufriedenheit Trumps „liefern“

Wir gehen davon aus, dass sich mit dem Wechsel an der Spitze der Kurs der US-Notenbank nicht plötzlich ändert. Kevin Warsh wird **eigene Akzente** setzen, nicht zuletzt in der **Kommunikation** mit der Öffentlichkeit. Seine Durchsetzungsfähigkeit in geldpolitischen Fragen wird von vielen Faktoren abhängen. Letztlich dürfte er aber wie die Fed-Chefs vor ihm eine Geldpolitik machen, die sich **an den Fakten in der Wirtschaft und an den Finanzmärkten orientiert**. Hier sieht es nicht so aus, als würde das **Preisklima** der Fed auf absehbare Zeit Spielräume für niedrigere Leitzinsen eröffnen. Wenn es hinsichtlich des Irankriegs schlecht läuft und die Straße von Hormus länger geschlossen bleibt, muss vielleicht auch in den USA über eine **Zinserhöhung** diskutiert werden.

Für die zukünftige Geldpolitik wird neben den makroökonomischen Rahmenbedingungen eine zentrale Frage sein, wie sich Warsh mit seinen **Kollegen im FOMC** arrangiert. Er hat gute Chancen, dort nicht als verlängerter Arm des Präsidenten wahrgenommen zu werden. Eine „trumpfreundliche“ Mehrheit zeichnet sich in diesem Gremium jedoch nicht ab. Warshs Vorgänger Powell hat angekündigt, zunächst weiter als Gouverneur zu fungieren. Er kann theoretisch bis 2028 im Amt bleiben. Der Supreme Court hat sich bislang skeptisch gezeigt, was Trumps Versuch angeht, Gouverneurin Lisa Cook wegen angeblicher Unregelmäßigkeiten in einem Hypothekenantrag zu feuern. Ihr Vertrag läuft bis 2038. Auch die anderen Gouverneure haben Amtszeiten, die weit über die zweite Präsidentschaft Trumps hinausreichen. Tritt keiner von ihnen freiwillig ab, sieht es düster aus für Trumps Chancen, **loyale Gefolgsleute in der Führung der Fed zu positionieren**. In diesem Licht muss man wohl die in der MAGA-Sphäre immer wieder aufkommenden Ideen sehen, die regionalen Feds zu entmachten oder unter Regierungskontrolle zu bringen. Warsh hat solchen Plänen in seiner Nominierungsanhörung allerdings eine klare Absage erteilt.

Einen Leitzins von 1 %, wie ihn Donald Trump seit seiner Wiederwahl fordert, wird Warsh nicht liefern (können). Ob und wie schnell er dadurch ebenfalls auf die „Feindesliste“ Trumps gerät, bleibt abzuwarten. Ziemlich wahrscheinlich ist es aber nur eine Frage der Zeit, bevor Donald Trump auch den neuen Fed-Chef **öffentlich zu kritisieren** beginnt, wenn auch vielleicht zunächst nicht in der beleidigenden Art, mit der er gegen Jerome Powell pöbelte. Ein solcher Konflikt wäre – kontraintuitiv – aber eine gute Sache für die US-Wirtschaft. Er würde nämlich bedeuten, dass die Fed auch unter ihrem neuen Chef **eine unabhängige Geldpolitik** betreibt, die sich an den Fundamentalfaktoren orientiert, nicht an den Wünschen des Präsidenten.



Hier können Sie sich für unsere Newsletter anmelden:

https://news.helaba.de/research/

Herausgeber und Redaktion

Helaba Research

Redaktion:
Dr. Stefan Mitropoulos

Verantwortlich:
Dr. Gertrud Rosa Traud
Chefvolkswirtin /
Head of Research

Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
Tel. 069/91 32-20 24
Internet: **http://www.helaba.de**

Disclaimer

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.