

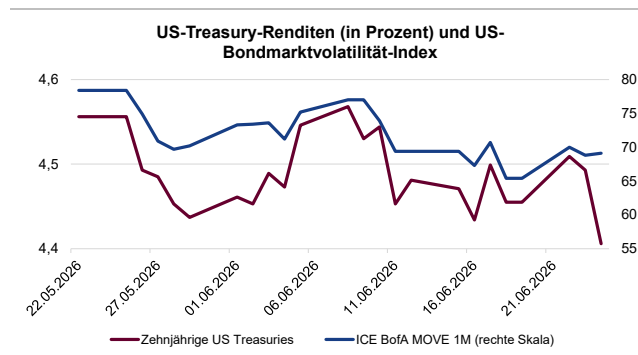
DIE NEUE FED: TATEN STATT WORTE

Der neue Fed-Chef Kevin Warsh hat die als „Forward Guidance“ bezeichnete Erwartungssteuerung in der Zinspolitik mit den Worten beendet, dass diese „für die aktuelle geldpolitische Lage nicht gut geeignet ist.“ Diese Neuausrichtung dürfte nicht nur die Zinsvolatilität erhöhen und zu einer Rückkehr von Risikoprämien führen, sondern könnte sogar die Transparenz der Notenbank einschränken. Ohne Forward Guidance sind die Taten einer Notenbank wichtiger als ihre Worte. Ob der neue Kommunikationsstil der Fed erfolgreich sein wird, hängt also in erster Linie davon ab, ob die Geldpolitik bei der Inflationsbekämpfung erfolgreich ist.

Die Kritiker von Kevin Warsh, der gerade die Nachfolge von Jerome Powell als US-Notenbankpräsident angetreten hat, befürchten, dass er sich trotz hoher Inflation für niedrigere Leitzinsen einsetzen wird. Das erste Meeting des für die Geldpolitik zuständigen Offenmarktausschusses FOMC unter der Leitung von Warsh hat diese Sorgen nicht bestätigt. Bemerkenswert war es dennoch. Die Fed ließ den Leitzins unverändert und zeigte sich bei der Begründung ihrer Entscheidung ungewöhnlich wortkarg: „Dieses Statement liefert Ihnen einfach die Fakten, so gut wir sie beurteilen können. Es fehlt auch die sogenannte **Forward Guidance, von der wir vereinbart haben, dass sie für die aktuelle geldpolitische Lage nicht gut geeignet ist.**“

Seit der Finanzkrise 2008 war die sogenannte „Forward Guidance“ ein fester Bestandteil der Geldpolitik der Fed. Im damaligen Niedrigzinsumfeld versuchte die Notenbank, die Erwartungen der Marktteilnehmer zu steuern, um so Einfluss auf die langfristigen Zinsen zu nehmen. Inzwischen hat sich das Zinsumfeld wieder normalisiert, so dass die Sinnhaftigkeit der Forward Guidance durchaus in Frage gestellt werden kann. Die Forward Guidance, dass die Leitzinsen auf absehbare Zeit niedrig bleiben werden, hatte nämlich nicht nur die langfristigen Zinsen gesenkt, sondern auch deren Schwankung reduziert. Die Fed hatte auf diese Weise die Erwartungen geweckt, dass ein stärkerer Zinsanstieg von ihr nicht toleriert würde. Das Risiko von Leitzinserhöhungen wurde von den Investoren daher lange Zeit weitgehend ausgepreist.

Mit dem Ende der Forward Guidance dürfte die Volatilität am US-Anleihemarkt wieder steigen. Anleger müssen nun auch wieder Risikoprämien für unerwartete Zinserhöhungen verlangen. Die langfristigen Zinsen dürften anziehen und die Finanzierungskonditionen verschlechtern. Das könnte den Inflationsdruck dämpfen ohne dass die Fed den Leitzins selbst anheben muss.



Man kann das Ende der Forward Guidance also durchaus positiv sehen. **Zu viel geldpolitische Festlegung gaukelt den Marktteilnehmern eine trügerische Gewissheit vor und ermutigt zu exzessiver Risikobereitschaft.** Eine realistischere Bepreisung der tatsächlichen Risiken ermöglicht es der Fed, rein datenbasiert zu entscheiden. Von der steigenden Volatilität und den höheren Risikoprämien profitieren sogar manche Marktteilnehmer wie etwa Hedgefonds.

Auch die Europäische Zentralbank hat sich von der Forward Guidance verabschiedet und verfolgt nun einen „Meeting-by-Meeting“-Ansatz. **Eine zu weitgehende Abkehr von der Forward Guidance birgt jedoch auch Risiken.** Durch ihre offene Kommunikation hatte die Fed ihr Verhalten so transparent gemacht, dass die Öffentlichkeit ihre Reaktionsfunktion verstand und Zinsentscheidungen antizipierbar wurden. Auf diese Weise konnte die Geldpolitik schneller auf die Realwirtschaft durchschlagen.

Die Schrumpfung des FOMC-Statements auf ein Drittel und das Verbergen interner Ausschusströmungen hinter vagen Botschaften werfen daher Fragen auf. [Kritiker halten Warsh vor, dass er seine Skepsis gegenüber der Forward Guidance nicht ausreichend begründet hat:](#) **Der Verweis auf oft fehlerhafte Prognosen übersieht, dass solche Prognosen keine Versprechen sind, sondern lediglich**

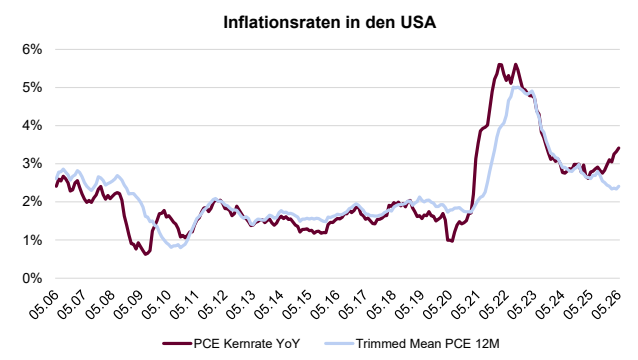
bedingte Erwartungen beschreiben. Zwar stehen die finalen Beschlüsse der fünf neuen Task Forces zur neuen Kommunikationspolitik der Fed noch aus, doch die Gefahr ist groß, dass die Fed ihre Transparenz zunehmend einbüßt.

Eine dynamische Konjunktur, globale US-Zölle und anhaltende Energieschocks halten den Preisdruck hoch, weshalb die Fed ihr Inflationsziel nun schon seit fünf Jahren verfehlt. Der Erfolg von Kevin Warshs Amtszeit wird maßgeblich davon abhängen, wie sachlich und unvoreingenommen er das Mandat der Fed erfüllt. Ob er überhaupt das bislang geltende „**duale Mandat**“, dass neben der Preisstabilität auch die Vollbeschäftigung als Ziel der Geldpolitik definiert, weiter verfolgen wird, ist unklar. Der Fokus des Statements bezog sich sehr einseitig auf die Inflation.

Gerade vor diesem Hintergrund ist es wenig hilfreich, sich in methodischen Grabenkämpfen um das „richtige“ Inflationsmaß zu verlieren. Warshs Bevorzugung der Trimmed-Mean PCE-Inflation der Dallas Fed birgt da Risiko, die **Inflationsrisiken zu unterschätzen**. Bei der Berechnung dieser Inflationsrate werden die am stärksten gefallenen wie gestiegenen Preise eliminiert. Da die Verteilung der Inflationsraten, die in den PCE-Indikator eingehen, allerdings nicht symmetrisch ist, werden derzeit 24 Prozent der schwächsten Preisbewegungen ignoriert, aber 31 Prozent der stärksten. Die Inflationsgefahren werden mit dieser Methode also unterschätzt.

Ohnehin ist es nicht ratsam, die Inflations-Problematik wegzudefinieren. Die Affordability-Debatte in den USA

zeigt, dass Inflation ein reales Problem für den Großteil der amerikanischen Bevölkerung ist. Wenn die Geldpolitik ihrer Aufgabe nicht gerecht wird, die Inflation zu bekämpfen, werden die Stimmen lauter werden, das Problem mit Preiskontrollen politisch zu lösen. Das ist aus wirtschaftlicher Sicht jedoch die schlechteste Lösung.



Das Auftreten von Kevin Warsh bei seiner ersten Sitzung als Fed-Präsident war durchaus selbstbewusst: „Das Engagement, Ergebnisse zu liefern, ist stark, einstimmig und eindeutig, und das ist meiner Meinung nach eine wichtige Botschaft, die wir fünf Jahre lang vernachlässigt haben – und das werden wir ändern.“ Wie genau Warsh dieses Ziel erreichen will, ist allerdings alles andere als klar. Wenn eine Zentralbank Forward Guidance betreibt, dann sind die angekündigten und antizipierten Zinsschritte wichtiger als die tatsächlichen. Ohne Forward Guidance ist es aber genau umgekehrt. **Dann zählen nämlich nicht mehr Worte, sondern Taten.** Und an diesen Taten und den Erfolgen der Fed bei der Inflationsbekämpfung wird sich Kevin Warsh künftig messen müssen.

Ansprechpartner: Investment Office Marcard, Stein & Co, Dr. Christoph Kind (ckind@marcard.de), +49 40 32099-319, Dr. Tariq Chaudhry (tchaudhry@marcard.de), Yannick Düring (yduering@marcard.de), Ralph Groß (rgross@marcard.de), Maximilian Völpel (mvoelpel@marcard.de)

Herausgeber

MARCARD, STEIN & CO AG – DIE FAMILY OFFICE BANK, Ballindamm 36, 20095 Hamburg, Tel. +49 40 32099-0, Fax +49 40 32099-200, www.marcard.de

© Copyright 2026

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtes ist ohne unsere Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Haftungsausschluss

Dem Inhalt dieses Werks liegen vertrauenswürdige Informationen aus öffentlich zugänglichen Quellen zugrunde. Für die Richtigkeit können wir jedoch keine Gewähr übernehmen. Die hierin enthaltenen Aussagen können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. Dieses Werk stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren dar und ersetzt keine anleger- und produktbezogene Beratung über den Erwerb von Wertpapieren. Voraussetzung für eine kunden- und produktgerechte Beratung ist, dass Sie uns auf unsere Fragen bezogen auf Ihre Anlageziele und finanziellen Verhältnisse aktuelle, richtige und vollständige Angaben machen. Nur so sind wir in der Lage, Ihnen Empfehlungen entsprechend Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten zu geben. Im Rahmen der Geeignetheitsprüfung gleichen wir unsere Empfehlungen mit Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten ab. Insbesondere die Risikobereitschaft, Verlusttragfähigkeit und der bevorzugte Anlagehorizont bilden essentielle Bausteine für eine erfolgreiche und individuell zugeschnittene Anlageberatung.

Die Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Durch etwaige andere Gesetze, Gesetzesänderungen, Veränderung der Rechtsprechung oder Erlasse kann sich die steuerliche Beurteilung – ggfs. auch rückwirkend – verändern und können die beschriebenen steuerlichen Folgen nachteilig beeinflusst werden. Die in diesem Werk enthaltenen Meinungsäußerungen geben unsere aktuelle Einschätzung wieder. Die in dieser Einschätzung zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die steuerlichen Ausführungen erheben nicht den Anspruch, sämtliche steuerliche Aspekte zu behandeln, die aufgrund der persönlichen Umstände des einzelnen Anlegers von Bedeutung sein können. Interessierten Anlegern wird daher empfohlen, sich von einem Angehörigen der steuerberatenden Berufe über die steuerlichen Folgen des Erwerbs, des Haltens und der Veräußerung von Wertpapieren beraten zu lassen. Für die Richtigkeit der hier genannten Informationen übernehmen wir keine Gewähr.