



Flossbach von Storch
RESEARCH INSTITUTE

MAKRO 27/08/2026

Die Fed sollte der frühen EZB folgen

von PABLO DUARTE & THOMAS MAYER

Zusammenfassung

Kevin Warsh will die Fed neu ausrichten. Das Zwei-Säulen-Modell der frühen EZB bietet einen Rahmen für eine breiter aufgestellte Geldpolitik.

Abstract

Kevin Warsh wants to reshape the Fed. The early ECB's two-pillar framework offers a blueprint for a broader approach to monetary policy.

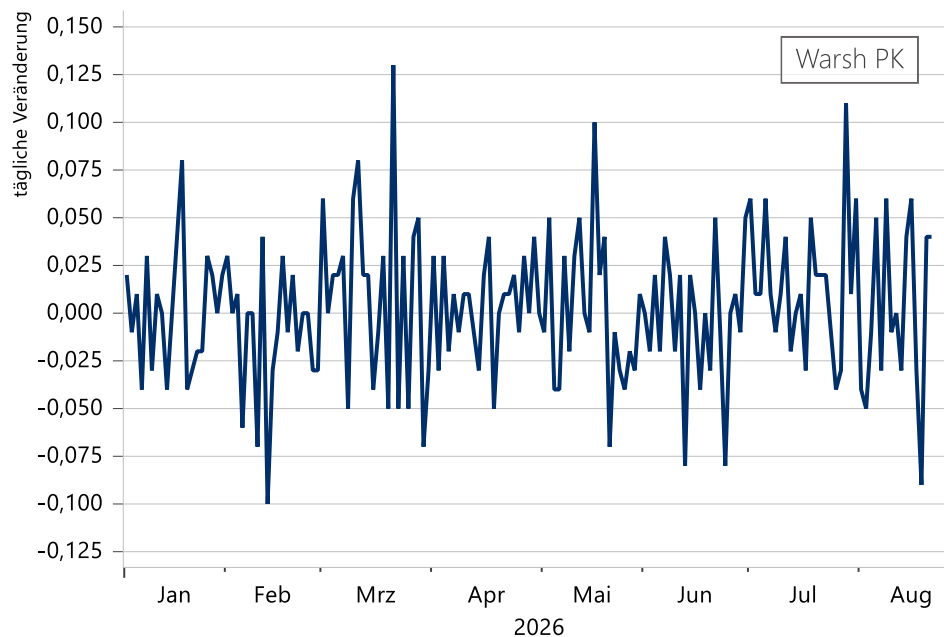


Die US-Notenbank hat den Auftrag, für Preisstabilität und Vollbeschäftigung zu sorgen. Ihr wichtigstes Instrument, um diese Ziele zu erreichen, ist der Zins auf die Zentralbankreserven der Banken. Die „Federal Funds Rate“ beeinflusst den Kreditzins der Banken, der die Rendite auf US-Anleihen, diese dann den US-Aktienmarkt und beide wirken zusammen schließlich auf die Kapitalmärkte weltweit. Das macht die „Fed“ zur obersten Zinsplanungsbehörde der Welt. Kein Wunder also, dass die Welt aufhorcht, wenn diese Behörde einen neuen Chef bekommt.

Der „Warsh-Schock“

Schon bevor Kevin Warsh sein Amt antrat, war bekannt, dass er die durch Anleihekäufe aufgeschwommene Bilanz der Fed schrumpfen und die Vorankündigungen künftiger Zinsentwicklungen („Forward Guidance“) abschaffen will. Doch die Ansage in seiner ersten Pressekonferenz, dass die Zinsbildung besser durch den Markt als durch die Politik der Fed geschehen soll, hat einige Beobachter und den Bondmarkt irritiert. Der Anstieg der Rendite der 30-jährigen Anleihe nach der Pressekonferenz erreichte ihren dritthöchsten Wert seit Anfang des Jahres (siehe beiliegende Grafik). Solange die Fed den Zins als Instrument ihrer Politik nutzt, bleibt sie der wichtigste Spieler in diesem Markt. Warsh Ansage wirkte daher inkohärent.

Rendite auf 30-jährige US-Staatsanleihen



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, U.S. Treasury. Daten vom 21.08.2026.

Neujustierung der Geldpolitik ist nötig

Dennoch: Warsh hat gute Gründe für eine Neujustierung der Geldpolitik. Mit einer Bilanzsumme von über 20 Prozent des Bruttoinlandsprodukts ist die Fed zu einem schwerfälligen Fonds für Staatsanleihen und staatlich besicherte Hypothekenanleihen geworden, der die Marktpreisbildung verzerrt und politischem Einfluss ausgesetzt ist. Zweitens kann die Ankündigung eines künftigen Zinspfads die Anleger zu



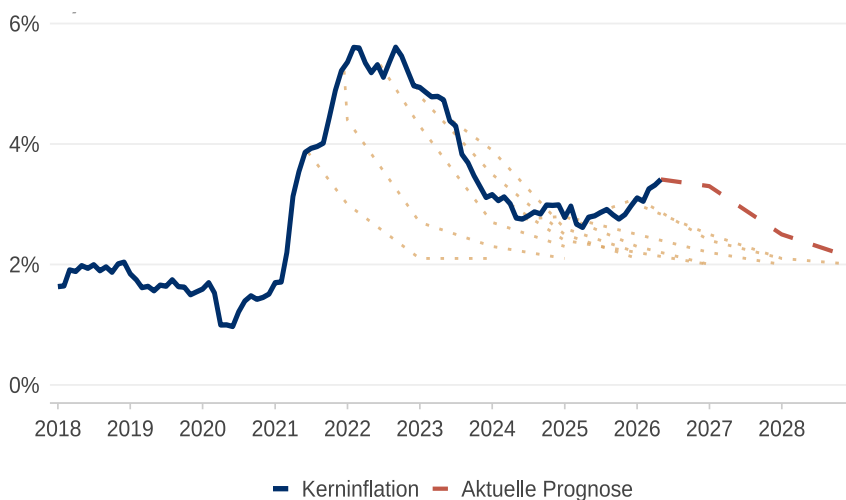
höheren Risiken verführen. Und drittens ist eine Neujustierung schon deshalb angebracht, weil die Inflation seit fünf Jahren über dem Zielwert von zwei Prozent liegt (siehe beiliegende Grafik). Die Inflationsprognosen der Fed erwiesen sich in dieser Zeit andauernd zu optimistisch. Die Rückkehr zur Zielmarke von 2 Prozent musste fünf Jahre in Folge nach hinten korrigiert werden – heute rechnen die Notenbank-Direktoren erst 2028 damit (siehe beiliegende Grafik).

USA: Konsumentenpreisinflation



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, BLS. Daten vom 07.2026.

US-Notenbank: Kerninflation vs. Prognose (Kern-PCE, J-ü-J, %)



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute, Federal Reserve, BEA. Daten vom: 05.2026



Zur Überprüfung des geldpolitischen Ansatzes hat Warsh fünf Arbeitsgruppen ins Leben gerufen, die sich unter anderem mit der Bilanz der Fed, den Modellen zur Erklärung der Inflation und der Kommunikation befassen sollen. Schlüssig würde es erscheinen, wenn die Gruppen eine weitere Verringerung der Bilanz und die Abschaffung der „Forward Guidance“ empfehlen würden. In diese Richtung haben sich die Europäische Zentralbank und die Bank von England schon bewegt.

Inflation hat mehrere Treiber

Interessanter dürften die Empfehlungen der Arbeitsgruppe zur Erklärung der Inflation und Strategie zu ihrer Bekämpfung sein. Es spricht viel dafür, dass die Inflation mehrere Treiber haben kann, die jeweils in verschiedenen Situationen wirksam werden. Einmal sind es Lohnsteigerung in einem überhitzten Arbeitsmarkt, ein anderes Mal übermäßige Geldschöpfung, dann wieder Angebotsschocks wie höhere Ölpreise, die das Preisniveau nach oben treiben (Mayer 2024). Wenn aber die Inflation mehrere Dimensionen hat, kann sie nicht mit einem eindimensionalen Modell erklärt und danach bekämpft werden. Es braucht verschiedene Erklärungen und entsprechend unterschiedliche Angriffspunkte zur Bekämpfung. Der Ansatz der Geldpolitik muss also breiter werden.

Die ursprüngliche geldpolitische Strategie der EZB

Glücklicherweise muss man ihn dazu nicht neu erfinden. Denn die Europäische Zentralbank hatte unter ihrem ersten Chefvolkswirt Otmar Issing schon erkannt, dass ein breiter Ansatz der Komplexität der Inflationstreiber besser gerecht werden kann. In Ihrem Monatsbericht vom November 2000 stellte die EZB fest:

„Angesichts der erheblichen Unsicherheit hinsichtlich der Wirtschaftsstruktur und des geldpolitischen Transmissionsmechanismus innerhalb dieser Struktur sollten sich Zentralbanken bei der Formulierung ihrer Geldpolitik und ihrer Beschlussfassung nicht auf einen einzigen Indikator, ein einziges Modell bzw. eine einfache geldpolitische Regel beschränken. Vielmehr ist bei der Analyse der Informationen, die geldpolitischen Beschlüssen zu Grunde liegen, ein diversifizierter Ansatz wünschenswert.“ EZB, Monatsbericht, November 2000, S. 41.

Dazu entwickelte Issing einen Rahmen, in dem realwirtschaftliche Aspekte mit monetären verknüpft wurden. Die monetäre Analyse sollte eine „herausragende Rolle“ spielen, weil Inflation auf mittlere Frist letztlich ein monetäres Phänomen sei. Ergänzt werden sollte dies „Säule“ durch eine zweite, in der die Wirkungen von realwirtschaftlichen Entwicklungen wie Spannungen auf dem Arbeitsmarkt oder externe Schocks auf die Inflation analysiert wurde.

Das geldpolitische Instrument der EZB war, wie sonst auch üblich, der Zins auf die Zentralbankreserven der Banken. Diese nutzen Zentralbankgeld, um Überweisungen von Giralgeld durch entsprechende Transfers von Zentralbankgeld auf ihren Konten bei der Zentralbank abzuschließen (ohne diese Transfers auf dem



interbank-Geldmarkt refinanzieren zu müssen). Sie sind auch regulatorisch gehalten, „Mindestreserven“ an Zentralbankgeld zu halten.

Wie zu dieser Zeit üblich, hielt die EZB die Versorgung der Banken mit Zentralbankgeld knapp. Sie mussten sich in wöchentlichen Repo-Operationen Zentralbankgeld zum Leitzins der EZB leihen. Unvorhergesehene Bedarfe an Reservegeld konnten sie zu höheren Zinsen an der Spitzenrefinanzierungsfazilität leihen, Reserveüberschüsse zu niedrigen Zinsen bei der Einlagefazilität parken. Der Geldmarktzins orientierte sich am Zins der Hauptrefinanzierungsfazilität.

Zunächst bot die EZB im wöchentlichen Hauptrefinanzierungsgeschäft Zentralbankgeld zu einem festen Zins (anfangs 3,0 %) an und kürzte die Gebote proportional, wenn die Nachfrage das Angebot überstieg. Mit diesem Verfahren wollte sie den Banken zunächst Orientierung in dem neuen Umfeld geben. Doch indem sie den Zins exogen setzt, hebelt die Zentralbank den Marktprozess zur Zinsfindung aus. Daher ging die EZB nach der Phase der Eingewöhnung im Jahr 2000 zu Tendern mit variablen Zinsen über.

Bei variablen Zinstendern geben die Banken Gebote über die gewünschte Menge an Zentralbankgeld und den Zins ab, den sie dafür zu zahlen bereit sind. Die Zentralbank teilt das Zentralbankgeld zu dem gebotenen Zins zu und schneidet die individuelle Zuteilung ab, wenn die gewünschte Summe an Zuteilungen erreicht ist. Banken, die dringend Zentralbankgeld brauchen bieten hohe Zinsen, andere, die wenig brauchen, niedrige. Mit variablen Zinstendern kann die Zentralbank die Zentralbankgeldmenge gut steuern und der Zins ergibt sich endogen beim Ausgleich von Angebot und Nachfrage.

Die EZB weicht ihren Ansatz auf

Dass ein guter Ansatz existiert, heißt aber nicht, dass er sich hält. Wie schnell ein solcher Rahmen wieder preisgegeben werden kann, zeigt die spätere Entwicklung in der EZB. Von Anfang an wurde das Zwei-Säulen-Modell der EZB von Anhängern der neukeynesianischen Schule der Ökonomie heftig kritisiert. Die Geldmenge sei für die Inflation irrelevant und die monetäre Analyse ein Relikt aus der Vergangenheit, hieß es. Inflation ließe sich allein mit der Phillipskurve erklären. Die stetige Kritik blieb nicht ohne Wirkung. Mit der Finanzkrise ging die EZB 2008 zum Festzinstender mit voller Zuteilung über: Sie bediente fortan die gesamte nachgefragte Liquidität zu einem von ihr gesetzten Zins.

Damit gab sie faktisch die Steuerung der Zentralbankgeldmenge auf, die in dem Zwei-Säulen-Modell eine wichtige Rolle spielte. Mit dem Beginn von Anleihekäufen im Rahmen der „quantitativen Lockerung“ im Jahr 2015 ging die EZB zu einer Zinssteuerung durch die Bildung von Überschussreserven an Zentralbankgeld im Bankensystem über. Der „Einlagezins“ war fortan die Bestimmungsgröße für den Geldmarktzins unter Banken und schlussendlich auch für die Kreditzinsen der Wirtschaft.



Schließlich verschmolz die EZB in ihrer Strategieüberprüfung Anfang der 2020er-Jahre die beiden Säulen zu einer „Bewertung aller relevanten Faktoren“ im Hinblick auf das Inflationsziel. In der „Erklärung zur geldpolitischen Strategie 2021“ heißt es:

„Diese Bewertung stützt sich auf zwei ineinandergreifende Analysen: die wirtschaftliche Analyse sowie die monetäre und finanzielle Analyse. In diesem Analyserahmen liegt der Schwerpunkt der wirtschaftlichen Analyse auf den realen und nominalen wirtschaftlichen Entwicklungen. Die monetäre und finanzielle Analyse hingegen befasst sich mit monetären und finanziellen Indikatoren. Das Hauptaugenmerk liegt dabei auf dem Funktionieren des geldpolitischen Transmissionsmechanismus und möglichen Risiken für die mittelfristige Preisstabilität, die sich aus finanziellen Ungleichgewichten und monetären Faktoren ergeben könnten. Weil makrofinanzielle Verflechtungen in den wirtschaftlichen, monetären und finanziellen Entwicklungen eine zentrale Rolle spielen, muss der wechselseitigen Abhängigkeit zwischen den beiden Analysen in vollem Umfang Rechnung getragen werden. Dieser Analyserahmen berücksichtigt die Änderungen der wirtschaftlichen Analyse und der monetären Analyse der EZB seit 2003, die Bedeutung der Beobachtung des Transmissionsmechanismus für die Kalibrierung geldpolitischer Instrumente sowie die Erkenntnis, dass Finanzstabilität eine Voraussetzung für Preisstabilität ist.“ Erklärung zur geldpolitischen Strategie der EZB (2021).

Tatsächlich ebnete die Strategieüberprüfung eine Zinspolitik auf der Grundlage völlig wirklichkeitsfremder, auf postkeynesianischer Theorie gebauter „Dynamic Stochastic Equilibrium“ Modelle.

Nach dem Versagen dieser Inflationsmodelle in den Pandemiejahren und der verspäteten Reaktion auf den Anstieg der Inflation danach betonte die EZB in ihrer neuen geldpolitischen Strategie aus dem Jahr 2025: „So berücksichtigt der EZB-Rat nicht nur die wahrscheinlichste Entwicklung der Inflation und der Wirtschaft, sondern auch das Risikoumfeld und die herrschende Unsicherheit, unter anderem durch die angemessene Nutzung von Szenario- und Sensitivitätsanalysen.“¹ Die postkeynesianischen Modelle verschwanden in der Versenkung. Die Befassung „mit monetären und finanziellen Indikatoren“ bleibt, nur dass sie jetzt wohl theorielos und „data dependent“ ist.

Zurück zu den Wurzeln

Die wiederholten Fehlprognosen der Inflation und Fehler der Geldpolitik in den USA und Europa bieten genügend Anlass für eine Neujustierung des geldpolitischen Ansatzes. Es scheint, dass der neue Chef der Federal Reserve dies besser sieht als die gegenwärtige Führung der EZB. Dass die Fed unter Warsh die monetäre Sicht wieder zurückholen könnte, ist nicht unwahrscheinlich.

¹ Siehe die Erklärung zur geldpolitischen Strategie der EZB (2025).



Bereits vor seiner Ernennung hatte er das Fehlen der Geldmenge in der geldpolitischen Debatte bemängelt und für ihre Wiederaufnahme in die Analyse plädiert.² Im ersten geldpolitischen Bericht unter seiner Führung heißt es entsprechend, eine Kennzahl der Geldmenge könne "eine Rolle bei der Bewertung finanzieller und wirtschaftlicher Bedingungen spielen".³ Mit Greg Mankiw sitzt in der von Warsh berufenen Inflation-Taskforce ein prominenter Ökonom, der 2024 argumentierte, es sei an der Zeit, die verbreitete Vernachlässigung monetärer Aggregate zu überdenken.⁴

Wenn Warsh sich bei dieser Neujustierung an dem frühen Ansatz der EZB orientieren würde, könnten sowohl die Analyse der Inflation als auch die Geldpolitik wieder auf eine breitere Grundlage gestellt werden. Wenn dann monetäre Entwicklungen wieder stärker ins Blickfeld kommen würde, könnte auch die Fixierung der Zentralbank auf die Setzung des Politikzinsen abgeschwächt werden, die Warsh zurechtmontiert. Denn wenn die Liquiditätsoperationen auf Mengenziele ausgerichtet werden, ergibt sich der Zins endogen – wie es bei den Repo-Geschäften der EZB zu variablen Zinsen früher der Fall war.

² "I think money, strangely enough, has something to do with monetary policy. It has been absent from the discussion." Kevin Warsh, 08.07.2025. <https://www.hoover.org/research/inflation-choice-kevin-warsh-fixing-federal-reserve>.

³ Federal Reserve, Monetary Policy Report, Juli 2026, S. 32. [Monetary Policy Report, July 2026](#)

⁴ Mankiw, N. G. (2024). Six Beliefs I Have About Inflation: Remarks Prepared for NBER Conference on "Inflation in the Covid Era". *Journal of Monetary Economics*, 103631.



RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch SE dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch SE selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch SE. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch SE nicht gestattet.

Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch SE

© 2026 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

IMPRESSUM

Herausgeber Flossbach von Storch SE, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, research@fvsag.com; *geschäftsführende Direktoren* Dr. Bert Flossbach, Dr. Tobias Hirsch, Dr. Tobias Schafföner, Christian Schlosser, Dr. Till Schmidt, Marcus Stollenwerk; *Vorsitzender des Verwaltungsrats* Kurt von Storch; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 120 796 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, www.bafin.de; *Autoren* Dr. Pablo Duarte & Prof. Dr. Thomas Mayer; *Redaktionsschluss* 25. August 2026