



Investment Office View

Kai Franke

Investment Office Private Wealth Management, ODDO BHF SE

6. Februar 2026

KEVIN WARSH – EIN WENDEPUNKT FÜR DIE MÄRKTE?

- US-Präsident Trump hat Kevin Warsh für den Spitzenposten bei der Fed nominiert
- Powells designierter Nachfolger hat sich früher als Fed-Kritiker und Falke präsentiert
- Warsh trat zuletzt für Zinssenkungen und die Verkürzung der Fed-Bilanz ein
- Wir erwarten keinen abrupten Kurswechsel

„Narrative“ nennen die Fachleute an den Märkten heutzutage die Argumentationsketten, die eine bestimmte Marktphase prägen. In den vergangenen Wochen gab es davon mindestens zwei, und beide passten nicht wirklich zueinander. An den Aktienmärkten – vor allem in den USA – herrschte ein zumindest vorsichtiger Optimismus. Dieser stützt sich auf freundliche Konjunkturindikatoren, Wachstumsimpulse durch die Finanzpolitik und eine solide Berichtssaison. Der amerikanische Leitindex S&P 500 stieg am 28. Januar erstmals über die Marke von 7000 Indexpunkten, wobei sich konjunktursensible Value-Aktien im Januar tendenziell besser entwickelt haben als Wachstumswerte. Parallel und passend dazu korrigierten die Marktteilnehmer die Leitzinserwartungen leicht nach oben. Hatte man in den Monaten bis November noch eine Senkung des Leitzinsbandes auf 2,75 bis 3,00 Prozent für möglich gehalten, sind sich die Terminmärkte Ende Januar nicht einmal mehr über eine Senkung des Leitzinsbandes auf 3,00 bis 3,25 Prozent ganz sicher.

Gleichzeitig machte auch eine andere Geschichte die Runde: Dass Donald Trump durch seine Versuche, Einfluss auf die Notenbank zu gewinnen, durch seine Verschuldungspolitik und durch seinen oft rücksichtslosen Umgang mit anderen Staaten und ihren Bürgern die finanzielle Stabilität der USA gefährdet, Misstrauen unter internationalen Anlegern sät und Kapitalabflüssen Vorschub leistet. Zu dieser Geschichte passen der Schwächeanfall der US-Währung und die Kursgewinne für die sogenannten safe haven-Assets wie Schweizer Franken und Gold.

Der Schweizer Franken hatte im Januar zeitweise 4 Prozent gegenüber dem Dollar zulegen können, Euro und Yen rund 3 Prozent. Besonders spektakulär entwickelten sich in dieser Phase die Preise für Gold und Silber (bevor sie dann ebenso spektakulär gefallen sind). Man muss allerdings hinzufügen, dass Bestrebungen zur Diversifikation von Währungsreserven zugunsten von Nicht-Dollar-Assets – vor allem Gold – bei vielen Notenbanken und Währungsbehörden schon seit längerem zu beobachten sind, insbesondere auch in China. Und vermutlich haben die typischen Goldkäufe vor dem chinesischen Neujahrsfest und spekulative Nachfrage aus China die Aufwärtsbewegung verstärkt. Die Volatilität von Währungen und Rohstoffen ist typischerweise sehr hoch.

Nach einem langwierigen Auswahlverfahren sickerte am Donnerstagabend durch, dass die Wahl für die Nachfolge von Notenbankchef Jerome Powell auf Kevin Warsh gefallen sei. Die Märkte haben die Entscheidung zugunsten von Warsh als „beruhigendes“ Signal wahrgenommen, vielleicht sogar als ein Zurückstecken des Präsidenten: Statt eines Trump-Stathalters nominierte Trump einen Kandidaten mit Erfahrung und Ansehen in der Finanz-Community. Die US-Renditen zogen in der Nacht zum Freitag leicht an, der Dollar ging fester, der Aktienmarkt schwächte sich ab und der Goldpreis sackte weg. Die Märkte sehen Warsh als tendenziell hawkische Wahl. Als „Hawk“ („Falke“) werden Geldpolitiker bezeichnet, die die Vermeidung von Inflation in den Vordergrund stellen.

Als Fed-Gouverneur in der Zeit der Finanzkrise war Kevin Warsh jemand, der die zweite Welle von Anleihekäufen (2010) und später auch die Anleihekäufe während der Pandemie (2020/21) scharf kritisiert hat. Unter den Stichworten „monetäre Dominanz“ und „Fed Overreach“ hat Warsh wiederholt bemängelt, dass die Notenbank ein Umfeld schafft, das steigende Staatsausgaben und -schulden sowie übermäßige Risikobereitschaft von Anlegern und Banken begünstige. Er hat sich für die Unabhängigkeit der Notenbank stark gemacht, wenngleich mit Beschränkung auf die Geldpolitik, nicht im Hinblick auf die Finanzmarktregelierung und den Verbraucherschutz.

Warsh hatte sich auch als „Inflationsfalke“ hervorgetan. Im Mai 2008 (als der US-Leitzins noch bei 2 Prozent stand) beispielsweise warnte er bereits vor Inflationsrisiken und weiteren Zinssenkungen.¹⁾ Und in einem Vortrag bei der Tagung des Internationalen Währungsfonds im April 2025 macht er „intellektuelle Fehler“ der Notenbank – vor allem das nicht (rechtzeitige) Erkennen des Handlungsbedarfs und die fehlende Reaktion der Notenbank – für die Inflation verantwortlich.²⁾

Angesichts solcher Referenzen fragt man sich schnell, was Donald Trump zu seiner Entscheidung für Kevin Warsh bewogen haben könnte. Unwahrscheinlich ist, dass Trump seine Zinssenkungswünsche fallen gelassen hat. Ein Grund war vielleicht, dass Warsh für Trump wie die Idealbesetzung für eine Notenbanker-Rolle aussieht. In seiner Bekanntgabe der Nominierung stellt Trump heraus, dass Warsh „Central Casting“ sei.³⁾ Die harsche Kritik an der Fed dürfte ebenfalls das Wohlgefallen des Weißen Hauses gefunden haben, und die freundschaftliche Verbindung zwischen Trump und Warshs Schwiegervater, Ronald Lauder (Estée Lauder), wird vermutlich nicht geschadet haben.

Vor allem aber hat sich Warsh zuletzt auf die Seite der „Zinssenker“ geschlagen. Er argumentiert, dass die Notenbank bisher zu rückwärtsgerichtet („datenabhängig“) agiert. Nach seiner Überzeugung würden der technologische Fortschritt (v.a. durch Künstliche Intelligenz) und eine angebotsorientierte Politik, die die Rolle des Staates zurückdrängt, der privaten Wirtschaft Freiräume schaffen, den Produktivitätsfortschritt vorantreiben und damit hohes inflationsfreies Wachstum bei niedrigeren Zinssätzen ermöglichen.⁴⁾ Mit dieser Argumentation steht er voll im Einklang mit Donald Trump und seinen Beratern wie Kevin Hassett und Stephen Miran.⁵⁾

Warsh verglich seine geldpolitischen Vorstellungen mit der Geldpolitik unter Alan Greenspan in den 90er Jahren, als sich das Internet entwickelte. Der Vergleich ist nicht unproblematisch, denn gerade in der späteren Phase der langen Amtszeit von Alan Greenspan (1987 bis 2006) und bald nach dem Ende kam es zu schweren Finanzkrisen, für die auch die expansive Geldpolitik Greenspans verantwortlich gemacht wird. Mit der Hoffnung auf Produktivitätsgewinne und inflationsfreies Wachstum schließt Warsh eine Wette auf die Zukunft ab. Die Internet-Blase und die Finanzkrise 2008 zeigen, dass eine zu lockere Geldpolitik Finanzkrisen Vorschub leisten kann. Und umgekehrt: Sollten die Inflationsraten wider Erwarten steigen, müsste er umso härter gegensteuern. Erschwerend kommt hinzu, dass die frischen Wachstumsimpulse der Geldpolitik – anders als während der Finanzkrise und der Pandemie – in eine Phase mit robustem Wirtschaftswachstum, engem Arbeitsmarkt und Preisdruck von der Importseite (Zölle, Dollarabwertung) fallen würden. Die Inflationsrisiken sind deshalb nach unserer Einschätzung nicht vernachlässigbar.

Ein wichtiges Anliegen von Warsh ist es, die Bilanz der US-Notenbank zu verkürzen. In der Spitze, im Frühjahr 2022, hatte die US-Notenbank Wertpapiere im Wert von insgesamt fast 8,5 Billionen Dollar in ihrem Bestand, vor allem Staatsanleihen, aber auch Mortgage Backed Securities (MBS, hypothekengesicherte Anleihen) im Wert von rund 2,7 Billionen Dollar. Der Gesamtbestand der Anleihen im Portfolio der Fed ist mittlerweile auf etwa 6,3 Billionen zurückgeführt worden, aber damit noch immer gewaltig. Den Bestand abzubauen, insbesondere zügig abzubauen, bedeutet allerdings, Staatsanleihen im Wert von fast 4,3 Billionen Dollar und weitere Anleihen im Wert von 2 Billionen Dollar wieder im Markt zu platzieren bzw. fällig werdende Titel durch private Anleger refinanzieren zu lassen.

Der Abbau der Anleihebestände der Fed ist aber nicht trivial. Denn die Verkäufe von Anleihen verringern auch die Liquidität im Bankensystem, und schon zweimal in der jüngeren Vergangenheit kam es zu ernsthaften Verspannungen am Anleihemarkt aufgrund der Verknappung von Liquidität. Die Liquiditätsausstattung des amerikanischen Finanzsystems ist offenbar trotz der Dimension der Notenbankbilanz nicht so üppig, dass die Reduzierung unproblematisch wäre. Es hatte seinen Grund, dass die Fed im Herbst letzten Jahres die Verkäufe eingestellt hat.

Vor allem aber haben Anleiheverkäufe Zinswirkungen. Wenn Anleihen in großem Stil am Markt platziert werden sollen, wären im Normalfall höhere Renditen am langen Ende der Zinskurve (die mittlere Laufzeit des Staatsanleihebestandes liegt bei über 9 Jahren) zu erwarten – je mehr, desto höher. Das liegt sicherlich nicht im Interesse von Warsh oder Trump. Tatsächlich hat das Weiße Haus die halbstaatliche Hypothekenbank Fannie Mae kürzlich angewiesen, 200 Mrd. Dollar an MBS aufzukaufen, um das Renditeniveau zu senken und den Wohnungsbau anzuregen. Anleiheverkäufe der Fed würden diese Pläne konterkarieren.

Warshs Antwort auf den Einwand lautet: Die Reduzierung des Anleihebestandes erlaubt zusätzliche Zinssenkungen: „The Fed's bloated balance sheet, designed to support the biggest firms in a bygone crisis era, can be reduced significantly. That largesse can be redeployed in the form of lower interest rates to support households and small and medium-size businesses.“ („Die aufgeblähte Bilanz der Fed, die dazu diente, die größten Unternehmen in einer längst vergangenen Krise zu stützen, kann spürbar reduziert werden. Diese Großzügigkeit kann in Form niedrigerer Zinssätze umverteilt werden, um private Haushalte sowie kleine und mittlere Unternehmen zu stützen.“)⁶⁾

Zu berücksichtigen ist natürlich, dass Kevin Warsh – falls der Senat seine Nominierung bestätigt und er im Mai die Nachfolge von Jerome Powell antreten kann - nicht im Alleingang über die Geldpolitik bestimmen wird. Über die Geldpolitik entscheidet der 12-köpfige Offenmarktausschuss (FOMC). Und viele FOMC-Mitglieder stehen der Argumentation von Warsh skeptisch gegenüber. Tatsächlich gelten bis auf Weiteres nur zwei weitere Mitglieder des Board of Governors und des FOMC als Trump-nah: Die für Regulierung zuständige Michelle Bowman und Christopher Waller. Unter diesen Voraussetzungen – Unsicherheiten gibt es über den Verbleib von Jerome Powell und Lisa Cook im Board of Governors - dürfte es Kevin Warsh auch als Vorsitzender des Offenmarktausschusses schwer fallen, seine Positionen uneingeschränkt durchzusetzen. Diese Konstellation spricht dafür, dass Zinssenkungen auf der Agenda bleiben, aber auch nach dem Wachwechsel kein abrupter Kurswechsel erfolgen wird. In der Tendenz könnte es zu einer leichten Versteilung der Zinskurve kommen. Die Frage ist, wie die Wirtschaft mitspielt. Denn sollte die Inflation nicht „besiegt“ sein, wie Donald Trump jüngst erklärte, muss Kevin Warsh Farbe bekennen: Falke oder Pudel.⁷⁾

Kai Franke

1) Kevin Warsh, The federal funds rate in extraordinary times, Speech at the Exchequer Club Luncheon, 21. Mai 2008, BIS Review 65/1008: „Of course, determining the proper level of the federal funds rate is rarely simple, given typical imprecision on key economic variables and relationships. It is far more challenging still when the financial architecture is in the early stages of redesign, the economy is adjusting to the aftermath of a credit bubble (witnessed most acutely in the housing markets), and inflation risks are evident. ...But now, policymakers may be well served encouraging a new financial architecture to emerge, aided, in part, by the actions we have taken. Even if the economy were to weaken somewhat further, we should be inclined to resist expected, reflexive calls to trot out the hammer (Zinssenkungen, Anm. d. Verf.) again.“

2) Kevin Warsh, Commanding Heights: Central Banks at a Crossroads, IMF Lecture hosted by G30, 25. April 2025: „The intellectual errors (der Notenbank, Anm. d. Verf.) that contributed to the Great Inflation (2021-2023, Anm. d. Verf.) include some mix of the following: the central bank came to believe that its price stability objective was largely self-executing ... that monetary policy had nothing to do with money ... that the central bank was a bystander to forces outside of its control ... that the surge of Putin and the pandemic were blameworthy for inflation rather than the surge of government spending and printing.“

3) „Out of central casting“ ist eine US-amerikanische Redensart, die auf das traditionelle Verfahren zur Besetzung von Nebenrollen im Film verweist.

4) Vergleiche z.B. Kevin Warsh, The Federal Reserve's Broken Leadership, Wall Street Journal, 16. November 2025

5) Beispielsweise Donald Trump, Rede vor dem Detroit Economic Club, 13. Januar 2026, zitiert nach Rollcall Factba.se Transskript: „Today, if you (die Chefs der Unternehmen, Anm. d. Verf.) announce great numbers (earnings reports, Anm. d. Verf.), they (die Fed, Anm. d. Verf.) raise rates to try and kill it. So, you can never really have the kind of rally you should have. ...I want somebody (als Fed-Chef, Anm. d. Verf.) that when the market is doing great, interest rates can go down because our country becomes stronger. ...you have a good quarter, and they (die Fed, Anm. d. Verf.) want to kill it because they are so petrified of inflation.“

6) Kevin Warsh, The Federal Reserve's Broken Leadership, Wall Street Journal, 16. November 2025

7) Donald Trump, Detroit Economic Club, 13. Januar 2026, zitiert nach Rollcall Factba.se Transskript: „Under our administration, growth is exploding, productivity is soaring, investment is booming, incomes are rising, inflation is defeated, America is respected again like never before.“

Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Die Rendite kann infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Etwaige Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Investment Office der ODDO BHF SE wieder, die sich insbesondere von der Hausmeinung innerhalb der ODDO BHF Gruppe unterscheiden und ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

WICHTIGE INFORMATION

Dieses vertrauliche Dokument ist nur für Sie bestimmt. Es darf weder insgesamt noch in Teilen reproduziert, weitergegeben oder veröffentlicht werden. Insbesondere ist dieses Dokument nicht für Kunden oder andere Personen mit Sitz, Wohnsitz, gewöhnlichem Aufenthaltsort oder Greencard in bzw. für die USA, Kanada oder anderen Drittstaaten bestimmt und darf nicht an diese Personen weitergegeben bzw. in diese Länder eingeführt oder dort verbreitet werden.

Diese Publikation ist eine Kundeninformation der ODDO BHF SE (nachfolgend „ODDO BHF“) im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes. Das Dokument wurde durch die ODDO BHF erstellt, um Kunden bei der Entscheidungsfindung zu unterstützen und dient ausschließlich Informationszwecken. Es handelt sich hierbei um Werbung und nicht um eine Finanzanalyse. Das Dokument wurde nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und die in diesem Dokument enthaltenen Informationen unterliegen nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Weder dieses Dokument noch irgendeine in Verbindung hiermit gemachte Aussage stellt ein Angebot, eine Aufforderung oder eine Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Wertpapieren dar. Insbesondere berücksichtigt dieses Dokument nicht Ihre persönlichen Umstände und Verhältnisse und ist somit für sich allein genommen weder dazu geeignet noch dazu bestimmt, eine individuelle anleger- und anlagegerechte Beratung zu ersetzen.

Soweit in dem Dokument Meinungen Dritter wiedergegeben werden, sind diese Positionen nicht notwendigerweise in Einklang mit den Positionen der ODDO BHF und können diesen ggf. sogar widersprechen.

Diese Präsentation enthält Informationen, die wir für verlässlich halten, für deren Verlässlichkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Die ODDO BHF übernimmt weder eine rechtliche Verbindlichkeit, noch garantiert sie die Aktualität, Vollständigkeit und Fehlerfreiheit des Inhalts. Zusätzlich ist die ODDO BHF nicht verpflichtet, den Inhalt zu aktualisieren, an Änderungen anzupassen oder zu vervollständigen.

Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen können mit Emittenten von in diesem Dokument genannten Finanzinstrumenten in einer Geschäftsverbindung stehen (z.B. als Erbringer oder Bezieher von Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapierebendienstleistungen, etwa im Bereich des Investmentbankings). Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen, können im Rahmen solcher Geschäftsverbindungen Kenntnis von Informationen erlangen, die in diesem Dokument nicht berücksichtigt sind. Darüber hinaus können die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen Geschäfte in oder mit Bezug auf die in diesem Dokument angesprochenen Finanzinstrumente getätigt haben (insbesondere solche im Rahmen der Finanzportfolioverwaltung für andere Kunden). Für nähere Informationen zu möglichen Interessenkonflikten wenden Sie sich bitte an Ihren zuständigen Ansprechpartner.

Alle innerhalb des Dokuments genannten und ggf. durch Dritte geschützten Marken- und Warenzeichen unterliegen uneingeschränkt den Bestimmungen des jeweils gültigen Kennzeichenrechts und den Rechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Allein aufgrund der bloßen Nennung ist nicht der Schluss zu ziehen, dass Markenzeichen nicht durch Rechte Dritter geschützt sind.

Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Einige Aussagen dieses Dokuments sind in die Zukunft gerichtet. Derartige Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklung. Diese Aussagen basieren auf aktuellen Einschätzungen und unterliegen Risiken und Unwägbarkeiten, welche die aktuellen Resultate grundlegend verändern können. Bei bestimmten Finanzinstrumenten kann es zu einem Totalverlust kommen und der Verlust kann das eingesetzte Kapital sogar übersteigen. Wechselkursbewegungen können den Wert eines Investments erhöhen oder senken und manche Finanzinstrumente können eingeschränkt liquide oder illiquide sein.

Die ODDO BHF SE untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main sowie der Europäischen Zentralbank, Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main.

ODDO BHF erbringt weder rechtliche noch steuerrechtliche Beratungsleistungen. Soweit solche Gesichtspunkte berührt werden, handelt es sich ausschließlich um allgemeine Meinungsäußerungen oder Anregungen, die eine Einschätzung der ODDO BHF zum Zeitpunkt der Publikation wiedergeben. Wir empfehlen Ihnen, rechtliche und steuerliche Berater hinzu ziehen, insbesondere zum Zweck der Überprüfung der Geeignetheit bestimmter Produkte.

© 2026, Herausgeber: ODDO BHF SE, Gallusanlage 8, 60329 Frankfurt am Main. Alle Rechte vorbehalten.