

Research Brief



Welche Bedeutung hat Finanzstabilität bei den geldpolitischen Beratungen des Federal Open Market Committee

80. Ausgabe – Januar 2026

Dimitrios Kanelis, Lars H. Kranzmann und Pierre L. Siklos

Seit der internationalen Finanzkrise 2007 bis 2009 ist Finanzstabilität für Zentralbanken wichtiger geworden. In diesem Beitrag untersuchen wir, wie das Federal Open Market Committee der Federal Reserve Finanzstabilität in seine geldpolitischen Beratungen einbezieht, um seine Mandatsziele zu sichern. Wir zeigen, dass Diskussionen zur Finanzstabilität, während der Niedrigzinsphase von 2009 bis 2015, in der der US-Leitzins an der effektiven Zinsuntergrenze lag, zu einer geldpolitischen Straffung beitrugen. Die geldpolitische Kommunikation orientiert sich dabei an den Mandatszielen.



© Federalreserve

Sitzung des Federal Open Market Committee der US-Notenbank am 28. Oktober 2025

Die internationale Finanzkrise 2007 bis 2009 verdeutlichte, dass Instabilität im Finanzsystem die geldpolitische Transmission beeinträchtigen und dadurch die im Zentralbankmandat festgelegten Ziele gefährden kann. In der Literatur wird zudem erneut eine ‚Leaning Against the Wind‘ – Politik diskutiert. Darunter versteht man eine Geldpolitik, die sich entwickelnden Finanzrisiken präventiv entgegenwirkt, um größere gesamtwirtschaftliche Schwankungen zu vermeiden (Svensson, 2017).

In einer neuen Studie (Kanelis, Kranzmann und Siklos, 2025) untersuchen wir, wie Diskussionen über Finanzstabilität die geldpolitischen Entscheidungen des Federal Open Market Committee (FOMC) und dessen geldpolitische Kommunikation prägen. Im Federal Reserve System liegt die formelle Zuständigkeit für Finanzstabilität primär beim Board of Governors, während das FOMC die Geldpolitik festlegt und Stabilitätsrisiken als Bestandteil des Risikomanagements diskutiert. Das FOMC tagt achtmal jährlich und folgt dabei einem festen Ablauf: Nach Stabsbriefings zur volkswirtschaftlichen Lage folgt eine Teilnehmerrunde, anschließend werden Politikoptionen diskutiert, und die stimmberechtigten Mitglieder stimmen ab. Die Beschlüsse werden in einem Statement und einer Pressekonferenz erläutert, die Sitzungsprotokolle erscheinen drei Wochen später.

Wir analysieren diese Protokolle mit Methoden an der Schnittstelle von maschinellem Lernen und computergestützter Sprachverarbeitung. Zuerst identifizieren wir mit dem Structural Topic Model (Roberts et al., 2016) die in den Diskussionen behandelten Themen. Dieses Modell identifiziert Themen aus Wahrscheinlichkeitsverteilungen von Wörtern und berücksichtigt dabei Korrelationen zwischen Themen. Diese Themenprävalenzanalyse erfasst dabei Diskussionen zu Preisstabilität und Vollbeschäftigung, die wir als Mandatsziele bezeichnen, sowie zu Finanzstabilität. Im nächsten Schritt trainieren wir das Sprachmodell RoBERTa (Liu et al., 2019) mit einem neuen Datensatz, um aus den Protokollen die ökonomische Stimmung zu extrahieren.

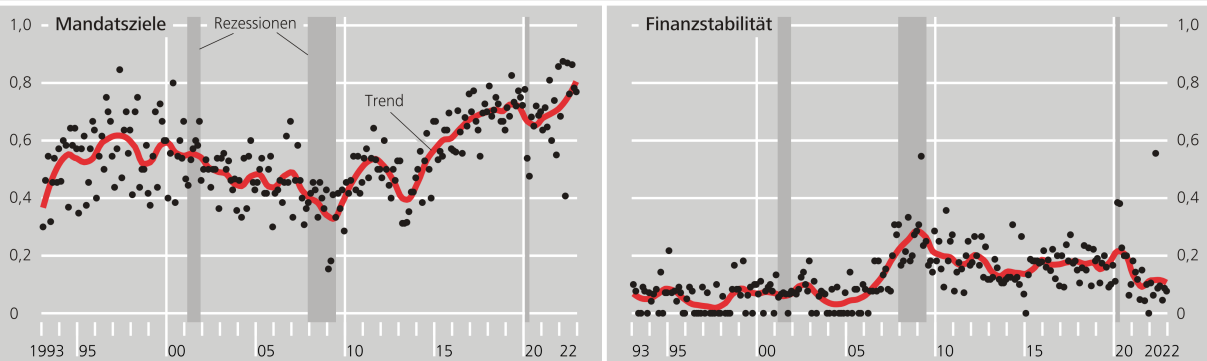
Diskussionen über Finanzstabilität haben seit der Finanzkrise im FOMC an Bedeutung gewonnen.

Die Analyse zeigt, dass seit der Finanzkrise Diskussionen zu den Mandatszielen und zu Finanzstabilität in den geldpolitischen Beratungen an Gewicht gewonnen haben. Die grundsätzlich gestiegene Bedeutung von Finanzstabilität nahm zu Beginn der COVID-19-Pandemie vorübergehend abermals zu (Abbildung 1).

Relative Diskussionsanteile in den FOMC-Sitzungsprotokollen^{*)}

Abbildung 1

relativer Anteil (0 bis 1)



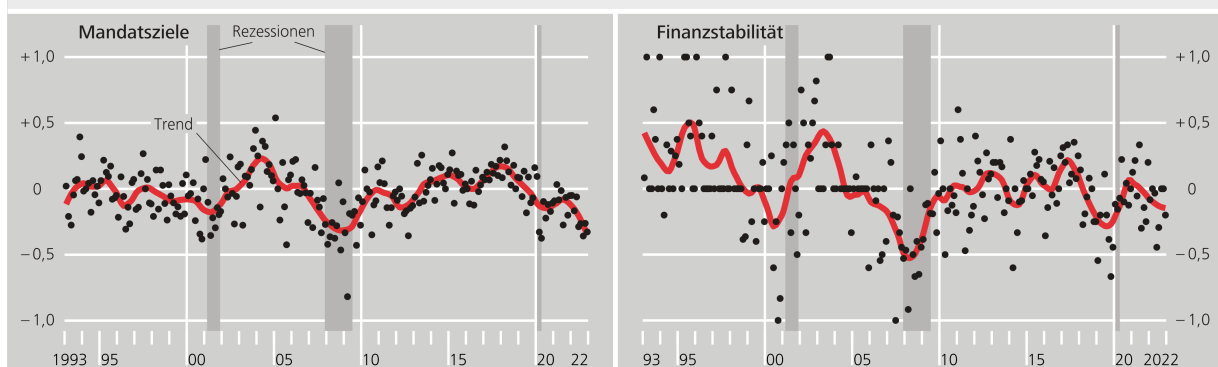
* Die Abbildungen zeigen die Anteile der Diskussion zu den Mandatszielen (Preisstabilität und Beschäftigung) sowie zur Finanzstabilität im Verhältnis zur gesamten Diskussionsmenge des FOMC-Sitzungsprotokolls. Jeder schwarze Punkt repräsentiert den jeweiligen Diskussionsanteil einer FOMC-Sitzung. Die Linie stellt eine lokal geschätzte Ausgleichskurve (LOESS) dar.

Deutsche Bundesbank

Demgegenüber zeigt die Stimmungsanalyse, dass der Optimismus in den Beratungen bezogen auf die Mandatsziele in den 2000er Jahren seinen Höhepunkt erreichte und mit der Finanzkrise stark einbrach (Abbildung 2). In den 2010er-Jahren erholte sich die Diskussionsstimmung allmählich, verschlechterte sich aber mit Pandemiebeginn erneut. Die gemessene Stimmung zur Finanzstabilität war zunächst sehr volatil, weil das Thema zuvor kaum diskutiert worden war. Nach einem Tiefpunkt während der Finanzkrise und einer konsistenteren Integration des Themas in die Beratungen ließ sich die Stimmung verlässlicher messen. Während der Dotcom-Blase und zu Beginn der COVID-19 Pandemie nahm der Pessimismus jeweils deutlich zu.

Ökonomische Stimmung (Optimismus/Pessimismus) in den FOMC-Sitzungsprotokollen^{*)}

Abbildung 2



* Die Abbildungen zeigen den dargestellten ökonomischen Optimismus (> 0) beziehungsweise Pessimismus (< 0) in Bezug auf die Mandatsziele (Preisstabilität und Beschäftigung) sowie die Finanzstabilität in den Protokollen der FOMC-Sitzungen. Jeder schwarze Punkt repräsentiert die aggregierte Nettostimmung einer FOMC-Sitzung. Die Linie stellt eine lokal geschätzte Glättungskurve (LOESS) dar.

Deutsche Bundesbank

Ein größerer Diskussionsanteil über Finanzstabilität in den FOMC-Beratungen beeinflusst geldpolitische Entscheidungen ...

Wie stark beeinflussen Diskussionen zur Finanzstabilität nun geldpolitische Entscheidungen und Kommunikation? Um diese Frage zu beantworten, verwenden wir die aus den Beratungsprotokollen hergeleiteten Variablen zu den Diskussionsanteilen sowie zur Diskussionsstimmung in Bezug auf Mandatsziele und Finanzstabilität und integrieren diese in Taylor-Regeln (Coibion und Gorodnichenko (2012); Carvalho et al. (2021)). Zudem nutzen wir diese Variablen, um die Stimmung der FOMC-Statements zu erklären. Besonderes Augenmerk legen wir auf die Phase der effektiven Zinsuntergrenze von 2009 bis 2015, in der die Federal Reserve unkonventionelle Maßnahmen einsetzte, um Kapitalmarktzinsen zu beeinflussen. Zur Messung der Wirkung unkonventioneller geldpolitischer Maßnahmen verwenden wir den Schattenzins nach Wu und Xia (2016). Der Schattenzins ist ein hypothetischer kurzfristiger Zinssatz, der sich ohne Nominalzinsuntergrenze einstellen würde. Er misst den Druck auf längerfristige Zinsen, der sich aus der Ergreifung unkonventioneller Maßnahmen ergibt (Deutsche Bundesbank, 2019).

In den Schätzungen geht eine Zunahme der Diskussion über Finanzstabilität tendenziell mit sinkenden kurzfristigen Zinsen einher, was wir auf die Sorge vor Übertragungseffekten auf die Realwirtschaft zurückführen. An der effektiven Zinsuntergrenze gehen hingegen zunehmende Finanzstabilitätsdiskussionen mit einer geldpolitischen Straffung einher. Diese Straffung schlägt sich nicht in der Federal Funds Rate nieder, sondern in einer restriktiveren Bilanzpolitik, die wir mithilfe der Schattenzinsen approximieren. Hinter der strafferen Geldpolitik stand die Sorge vor einer Suche nach Rendite, wonach Investoren bei einem niedrigen risikolosen Zins vermehrt in riskantere Wertpapiere investieren. Darauf deutet eine ergänzende manuelle Auswertung der Transkripte hin.

... doch nicht die geldpolitische Kommunikation im FOMC-Statement.

Hinsichtlich der Kommunikation zeigt sich, dass Optimismus der FOMC-Mitglieder mit Blick auf die Mandatsziele sich in einer positiveren Tonalität des FOMC-Statements widerspiegelt. Dagegen finden wir keinen robusten Zusammenhang zwischen Diskussionsanteil oder Diskussionsstimmung zur Finanzstabilität und der Tonalität im Statement. Die asymmetrische Wirkung von Finanzstabilitätsdiskussionen auf die

Implementierung und Kommunikation von Geldpolitik verdeutlicht, dass geldpolitische Entscheidungen nicht ohne Berücksichtigung von Finanzstabilität vollständig erklärbar sind.

Fazit

Die Federal Reserve besitzt kein eigenes Finanzstabilitätsmandat, berücksichtigt ausweislich der Transkripte der FOMC-Treffen Finanzstabilität jedoch in ihren geldpolitischen Abwägungen zur Sicherstellung von Preisstabilität und Vollbeschäftigung. Während der effektiven Zinsuntergrenze ging ein höherer Diskussionsanteil zur Finanzstabilität im FOMC mit einer geldpolitischen Straffung einher. Dies spiegelte sich nicht in der Federal Funds Rate wider, sondern – wie wir mithilfe des Schattenzinses zeigen – in den unkonventionellen geldpolitischen Instrumenten. In der geldpolitischen Kommunikation zeigt sich kein Zusammenhang. Insgesamt deutet dies darauf hin, dass Finanzstabilitätsabwägungen indirekt in geldpolitische Entscheidungen einfließen.

Literaturangaben

Carvalho, C., F. Nechio und T. Tristão (2021), Taylor rule estimation by OLS, Journal of Monetary Economics 124, 140-154.

Coibion, O. und Y. Gorodnichenko (2012), Why are target interest rate changes so persistent?, American Economic Journal: Macroeconomics 4, 126-162.

Deutsche Bundesbank (2019, Zinsweitergabe im Niedrigzinsumfeld, Deutsche Bundesbank Monatsbericht April 2019.

Kanelis, D., L. H. Kranzmann und P. L. Siklos (2025), The financial instability – Monetary Policy nexus: Evidence from the FOMC minutes, Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank, Nr. 13/2025.

Liu, Y., M. Ott, N. Goyal, J. Du, M. Joshi, D. Chen, O. Levy, M. Lewis, L. Zettlemoyer und V. Stoyanov (2019), RoBERTa: A Robustly Optimized BERT Pretraining Approach, arXiv: 1907.11692.

Roberts, M. E., B. M. Stewart und E. M. Airolidi (2016), A model of text for experimentation in the social sciences, Journal of the American Statistical Association 111, 988-1003.

Svensson, L.E.O. (2017), Cost-benefit analysis of leaning against the wind, Journal of Monetary Economics 90, 193-213.

Wu, J.C. und F. D. Xia (2016), Measuring the macroeconomic impact of monetary policy at the zero lower bound, Journal of Money, Credit and Banking 48, 253-291.

Autoren



Dimitrios Kanelis

Deutsche Bundesbank, Zentralbereich Volkswirtschaft



Lars H. Kranzmann

Universität Münster



Pierre L. Siklos

Wilfrid Laurier University / Balsillie School of International Affairs,
Kanada

Haftungsausschluss

Die hier geäußerten Ansichten spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der Deutschen Bundesbank oder des Eurosystems wider.