



BAU Finansal Arařtırma ve Uygulama Merkezi

Fransa Avrupa'nın Yeni Hasta Adamı mı?

Mevlüt Furkan Yılmaz

EKİM 2026

İçerikler

01 Ne Oluyor ?	2
02 Faiz Farkında Yükseliş	3
03 Avrupa'da Lider lke Konumu Tehlikede.....	4
04 Faiz Yknde Artış	6
05 Siyasi Risk: 2027 Seçimi, Kutuplaşma, AB ile çatışma.....	7
06 Çıkarımlar.....	9
07 Yazar.....	9
08 Kaynaklar.....	10

01 NE OLUYOR?

Aynı para birimini ve aynı merkez bankasını paylaşan iki ülkeden biri, artık diğerine göre belirgin biçimde daha pahalıya borçlanıyor. 8 Ekim 2026 itibarıyla Fransa ile Almanya'nın 10 yıllık devlet tahvili faizleri arasındaki fark 140 baz puan civarına çıktı; Bloomberg verilerine göre Almanya 10 yıllık tahvili %3,50 ile fiyatlanırken Fransa'nın 10 yıllık tahvil faizi %4,89'a yükseldi. Daha da dikkat çekici olan, Fransa'nın artık uzun yıllar boyunca euro bölgesinin "riskli" ülkesi olarak görülen İtalya'dan (%4,58) bile daha yüksek faizle borçlanıyor olması. Peki Fransa'nın bu durumda olmasının sebebi ne?

ŞEKİL 1

Fransa, Almanya ve İtalya'nın 10 yıllık devlet tahvili faizi (%), 2001–2026



Euronews'in aktardığına göre Maliye Bakanlığı kaynakları, kamu borcunun 2026'da GSYH'nin %119,3'üne, 2027'de ise %121,7'sine ulaşacağını öngörüyor; bu, 1978'den bu yana en yüksek seviye olacak.² Başbakan Sebastien Lecornu, 17 Eylül'de Le Figaro'ya verdiği demeçte hükümetin yaklaşık 54 milyar avroluk kesinti ve düzeltme planladığını, bunlar olmadan 2027 açığının %5'lik hedefin üzerinde, %6,5'e yaklaşabileceğini söyledi. Taslak bütçe, belirgin bir çoğunluğun bulunmadığı parçalı bir mecliste sert pazarlıklarla geçirilmek zorunda.³ Bütçe açıklanmadan önce sendikalar kamu

çalışanlarını maaşlarının sabitlenmesini protesto etmek için greve çağırdı. Kamu borcu, gelecek yılki cumhurbaşkanlığı seçiminin de ana tartışma başlıklarından biri hâline geldi. ³

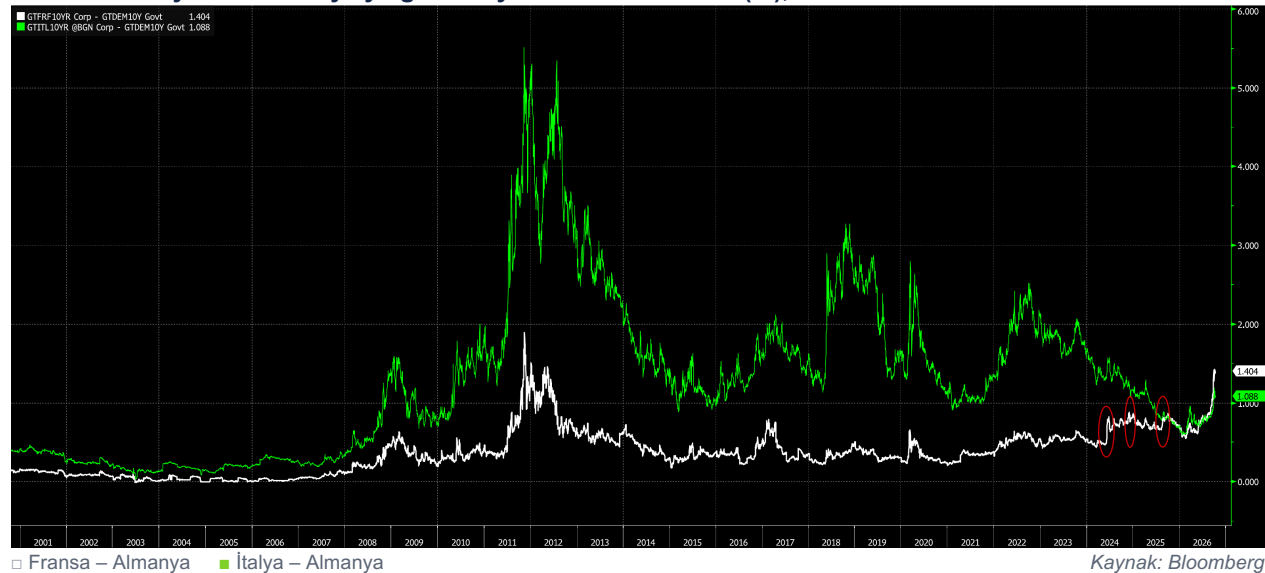
02 FAİZ FARKINDA YÜKSELİŞ

Fransaya özgü durumu anlamak için faizlerin seviyesine bakmak yanıltıcı olabilir. Enerji fiyatlarındaki artış ve Avrupa Merkez Bankası'nın faiz artırımları Almanya dahil tüm euro ülkelerinin faizlerini yukarı itiyor. Hatta faiz artışları Japonya ve ABD de dahil küresel bir eğilime dönüşmüş durumda. Bu nedenle Fransa'ya özgü riski yansıtan daha doğru bir gösterge Almanya'ya göre ödenen ek faiz, yani faiz farkıdır.

Aşağıdaki grafikte Euro'nun ilk yıllarında farkın çok düşük olduğunu, 2011–2012 borç krizinde yaklaşık 190 baz puana sıçradığını, sonrasında ise uzun süre 20–60 baz puan bandında seyrettiğini görüyoruz. Kırılma, Cumhurbaşkanı Macron'un Haziran 2024'te erken seçim kararı almasıyla yaşandı. Fark kısa sürede belirgin şekilde açıldı ve o tarihten sonra eski seviyesine hiç dönmedi. Aralık 2024'te Barnier, Eylül 2025'te Bayrou hükümetinin bütçe tartışmaları nedeniyle fark yüksek seyrini korudu. En sert hareket ise 2026'nın ikinci yarısında yaşandı ve fark yaklaşık 140 baz puana çıktı.

ŞEKİL 2

Fransa ve İtalya'nın Almanya'ya göre 10 yıllık tahvil faiz farkı (%), 2001–2026



Grafikteki asıl çarpıcı nokta iki çizginin yer değiştirmesi. 2022'de İtalya Almanya'dan yaklaşık 250 baz puan daha pahalıya borçlanırken Fransa'nın farkı 60 baz puanın altındaydı. 2025 boyunca iki fark birbirine yaklaştı ve 2026'da Fransa'nın farkı (140 baz puan) İtalya'nınkini (109 baz puan) geride

bıraktı. Piyasalar, yıllarca Almanya ile birlikte euro bölgesinin "çekirdeği" sayılan Fransa'yı artık riskli ülke olarak fiyatlıyor.

03 AVRUPA'DA LİDER ÜLKE KONUMU TEHLİKEDE

Faiz farkının arkasındaki temel nedenlerden biri kamu maliyesindeki bozulmadan kaynaklanıyor. Aşağıdaki grafikte dört büyük Euro ekonomisinin bütçe dengesinin GSYH'ye oranını görebiliriz. Pandemi döneminde dört ülkenin de açığı derinleşti. Ancak sonrasında İspanya açığını %2,4'e, İtalya ise %3,1'e indirerek AB'nin %3 sınırına yaklaştı. Fransa'da ise açık 2022'den sonra yeniden büyüdü ve 2025'te %5,1 ile dört ülke arasında en yüksek seviyede kaldı.⁵ 2023'e kadar Fransa'dan daha yüksek açık veren İtalya'nın 2024'te Fransa'nın altına inmesi, iki ülkenin faiz farklarındaki yer değişimiyle uyumlu bir gelişme.

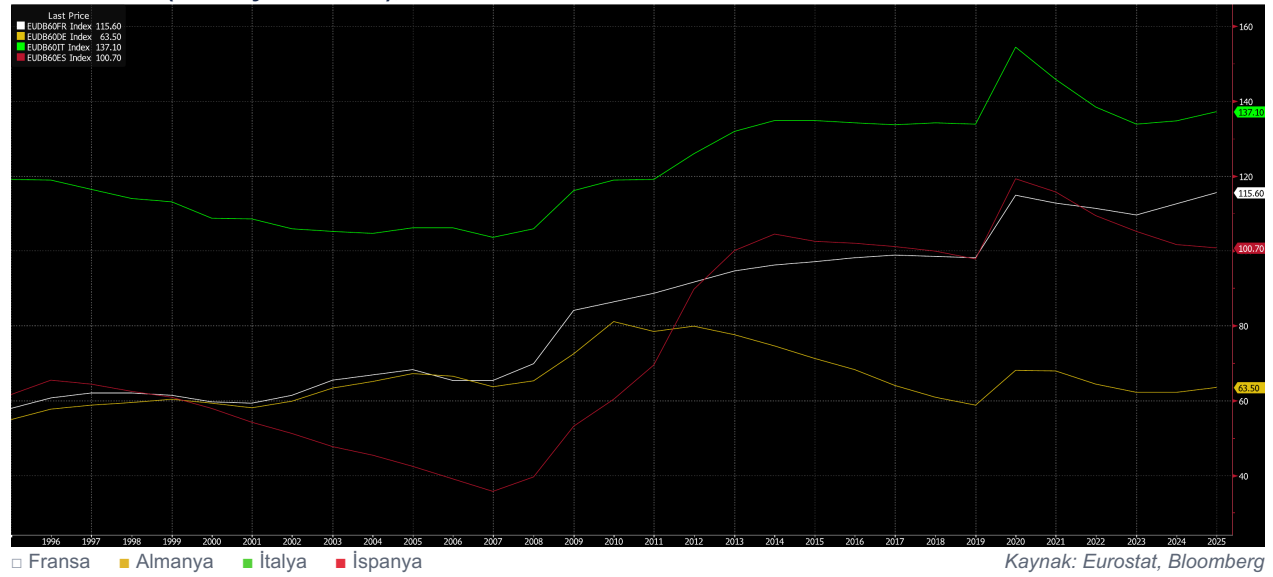
ŞEKİL 3

Bütçe Açığı (GSYH'ye oranı, %), 1996–2025



Açığın yıllar içinde birikmesi borç stokuna da yansıyor. 2019'da Fransa ve İspanya'nın kamu borcu GSYH'nin yaklaşık %98'i ile aynı seviyedeydi. Pandemi döneminde iki ülkenin borcu da hızla arttı, ancak sonrasında yolları ayrıldı: İspanya borç oranını her yıl düşürürken Fransa'nın borcu 2023'ten itibaren yeniden yükselişe geçti ve %115,6'ya ulaştı.⁵

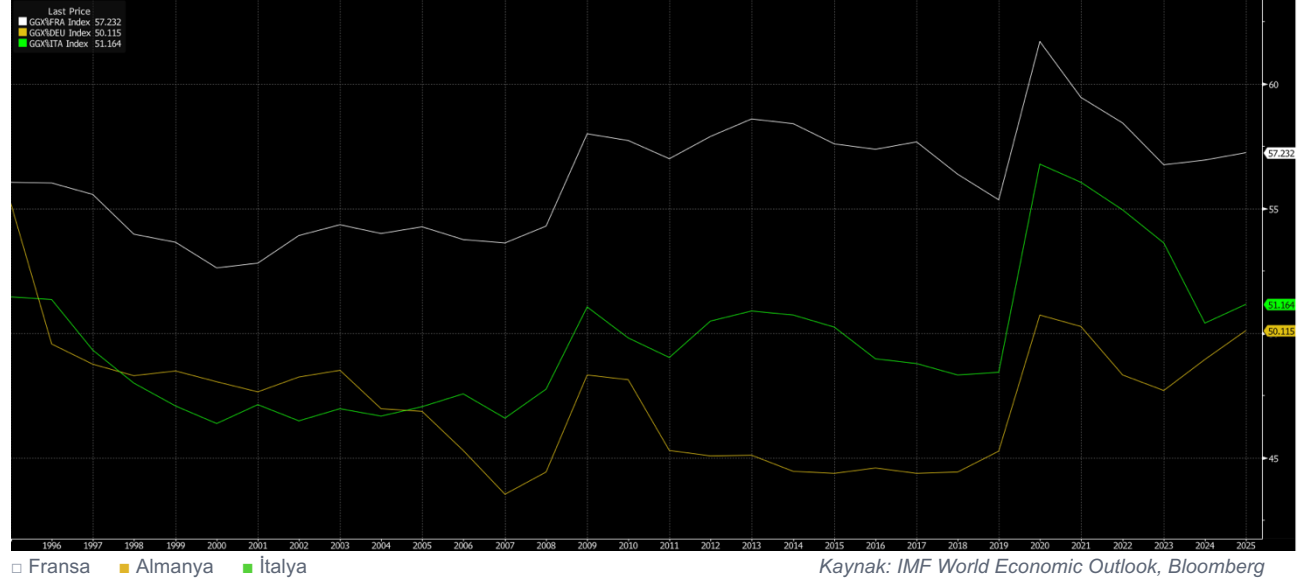
ŞEKİL 4
Kamu borcu (GSYH'ye oranı, %), 1995–2025



İtalya %137,1 ile hâlâ en borçlu ülke olsa da 2020'deki zirvesinin belirgin biçimde altında; Fransa ise borcu pandemi zirvesinin üzerine çıkan tek ülke. Almanya'nın borcu %63,5 ile AB'nin %60'lık referans değerine yakın seyrediyor. Piyasalar için belirleyici olan borcun seviyesinden çok yönüdür. İtalya borcunu azaltırken Fransa'nın artırması, iki ülkenin faiz farklarındaki yer değişimini açıklıyor. Peki açık neden kapanmıyor? Bunu anlamak için harcama tarafına bakmak gerekiyor. IMF verilerine göre Fransa'nın kamu harcamalarının GSYH'ye oranı 2025'te %57,2 ile Avrupa'nın en yüksek seviyelerinden birinde ve Almanya (%50,1) ile İtalya'nın (%51,2) yaklaşık 6–7 puan üzerinde.⁶

ŞEKİL 5

Kamu toplam harcaması (GSYH'ye oranı, %), 1995–2025



Kısacası, sorunun kaynağı gelirlerin yetersizliğinden çok, kalıcı olarak yüksek seyreden harcamalar olarak görünüyor. Bu da hükümetin 2027 bütçesinde neden harcama kesintisine yöneldiğini gösteriyor.

04 FAİZ YÜKÜNDE ARTIŞ

Yükselen faizin faturası doğrudan bütçeye kesiliyor. Devlet vadesi dolan eski ve düşük faizli borcunu bugünkü yüksek faizle yenilemek zorunda olduğu için, hiçbir yeni harcama kararı alınmasa bile faiz gideri kendiliğinden artıyor. OECD verilerine göre Fransa'nın faiz giderlerinin GSYH'ye oranı 2020'deki dip seviyesinden bu yana belirgin biçimde artarak 2027'de %2,57'ye ulaşacak.⁷ Fransa bu süreçte 2024'te İspanya'yı geride bıraktı ve faiz yükü 2008'den bu yana en yüksek seviyesine ulaşıyor. Almanya'nın faiz yükü ise görece düşük kalmaya devam ediyor.

ŞEKİL 6

Kamu net faiz giderleri (GSYH'ye oranı, %), 1980–2027



Rakamlar bu artışı somut biçimde gösteriyor. Nitekim faiz giderinin GSYH'deki payı artıyor. Bu durum bir kısır döngü riski taşıyor. Faiz gideri açığı büyütüyor, büyüyen açık ise piyasaların daha yüksek faiz istemesine yol açıyor. Tahvil piyasasındaki ayrışma artık doğrudan bütçeye yansıyor.

05 SİYASİ RISK: 2027 SEÇİMİ, KUTUPLAŞMA VE AB İLE ÇATIŞMA

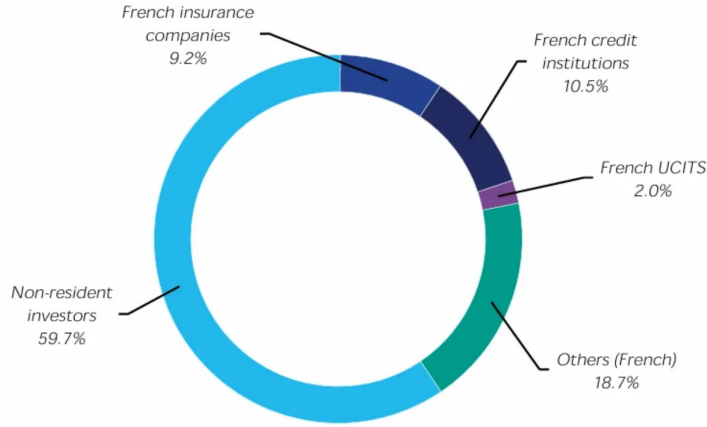
Fransa'nın mali kırılganlığı yalnızca bütçe rakamlarından ibaret değil, siyasi belirsizlik de faiz farkını doğrudan etkiliyor. 2024'teki erken seçim kararından bu yana siyasi istikrarsızlık, Fransa-Almanya tahvil faizi farkını yükseltti ve Fransa'ya milyarlarca avroluk ek borçlanma maliyeti getirdi.¹² Şekil 7'de görüldüğü gibi piyasadaki toplam devlet borcunun yaklaşık %60'ı (%59,7) yabancı yatırımcıların elinde; bu da faizleri siyasi şoklara daha duyarlı hâle getiriyor.¹³

ŞEKİL 7

Piyasadaki devlet borcunun yatırımcı gruplarına göre dağılımı (%), 2026 2. çeyrek

Negotiable government debt by group of holders in second quarter of 2026

Structure in % expressed in market value



Source: Banque de France
[Agence France Trésor - Monthly bulletin]

Kaynak: Banque de France, Agence France Trésor aylık bülteni · piyasa değeri üzerinden

Nisan 2027 seçiminin öne çıkan adayı Marine Le Pen 'nin aday gösterileceği Ulusal Birlik Partisi yaklaşım olarak piyasaları ikna etmek için sıkı maliye çizgisi izleyeceklerini belirtti. Parti, Ekim 2026'da açıkladığı karşı bütçede 2032'ye kadar 140 milyar avroluk tasarruf, açığın %3'ün altına çekilmesi ve kamu harcamalarının azaltılması vaat etti.¹⁴ Ancak planın kredibilitesi tartışmalı. Kalem kalem kesinti listesi yayımlanmadı, emeklilik yaşının geri çekilmesi gibi harcama artırıcı vaatler de aynı pakette yer alıyor.¹⁴

Bu yüzden asıl risk mali gevşeklikten çok kutuplaşma ve Avrupa Birliği ile çatışma ihtimalidir. Le Pen AB'den çıkma fikrinden vazgeçti ama Avrupa şüpheciliğini koruyor. Fransa'nın AB bütçesine katkısını sert biçimde kısmayı, Fransız hukukunun AB mevzuatına üstünlüğünü sağlamayı ve Komisyon'un yetkilerini daraltmayı hedefliyor.^{15,16} Uzmanlar iki farklı okuma sunuyor. Bir kısmı, Fransa'nın açığı ve borcu nedeniyle AB korumasına ihtiyaç duyacağı için Le Pen'in iktidarda yumuşayacağını düşünüyor. Diğerleri ise Brüksel'le kaçınılmaz bir çatışma bekliyor.¹⁶

06 ÇIKARIMLAR

Fransa mali ve siyasi olarak zor bir dönemden geçiyor olsa da bunu aşabilecek imkânlarla sahip. Euro bölgesinin ikinci büyük ekonomisi olarak borçlanmakta zorlanmıyor ve bugünkü faiz farkı 2011 krizindeki zirvenin hâlâ belirgin biçimde altında. Piyasalar Fransa'ya borç vermeyi kesmiş değil, yalnızca daha pahalıya veriyor. Ancak tablo bir zincir halinde ilerliyor. Kalcı olarak yüksek harcamalar açığı büyütüyor, açık borcu artırıyor, borç ise yükselen faizle birlikte bütçeye geri dönüyor. Bu zinciri kırmak için açığı kalcı biçimde düşürecek adımların atılması gerekiyor.

Görünüşe göre Fransa'yı zorlu bir dönem bekliyor. Bölünmüş bir meclis, grev çağrıları, enerji fiyatlarındaki artış, zayıflayan büyüme ve artan faiz gideri gibi birçok sorun aynı anda gündemde. 2027 Nisan cumhurbaşkanlığı seçiminin ardından göreve gelecek yönetimi, piyasaların güvenini geri kazanmak gibi zorlu bir sınav bekliyor. Fransa "Avrupa'nın yeni hasta adamı" olmaktan kaçınabilir; ancak bu, teşhisin ve tedavinin ne kadar erken kabul edileceğine bağlı.

07 Yazar

Mevlüt Furkan YILMAZ

08 KAYNAKLAR

1. **Bloomberg** — 10 yıllık devlet tahvili faizleri ve faiz farkları (GTFRF10YR, GTDEM10YR, GTTTL10YR), Ekim 2026.
 2. **Euronews** — "Fransa'nın borcu, artan mali baskılarla 1978'den bu yana en yüksek seviyeye çıkacak", 21 Eylül 2026. tr.euronews.com/2026/09/21/fransanin-borcu-artan-mali-baskilarla-1978den-bu-yana-en-yuksek-seviyeye-cikacak
 3. **Euronews** — "Fransız hükümeti rekor düzeydeki kamu borcu gölgesinde bütçeyi açıklıyor", 1 Ekim 2026. tr.euronews.com/2026/10/01/fransiz-hukumeti-rekor-duzeydeki-kamu-borcu-golgesinde-butceyi-acikliyor
 4. **Foreks** — "Fransa'nın kamu borcunun rekor kırması bekleniyor", 20 Eylül 2026. foreks.com/haber/detay/6aaf69c995016b5817e5d34e
 5. **Eurostat** — "Provision of deficit and debt data for 2025 – first notification", 22 Nisan 2026.
 6. **IMF** — World Economic Outlook veritabanı, genel yönetim toplam harcaması (Bloomberg üzerinden).
 7. **OECD** — Economic Outlook veritabanı, genel yönetim net faiz giderleri (Bloomberg üzerinden).
 8. **La finance pour tous** — "La dette française a coûté 34,5 milliards d'euros au 1er semestre", 13 Ağustos 2026. lafinancepourtous.com/2026/08/13/la-dette-francaise-a-coute-345-milliards
 9. **AFP / Le Petit Journal** — "France : la dette du 2e trimestre révélée mardi, avant un nouveau record en 2027", 29 Eylül 2026. lepetitjournal.com/.../france-la-dette-du-2e-trimestre-revelee-mardi-454710
 10. **AFP / Le Petit Journal** — "L'ampleur de la dette française connue jeudi, en pleine préparation du budget 2027", 24 Haziran 2026. lepetitjournal.com/.../lampleur-de-la-dette-francaise-447216
 11. **L'Essentiel de l'Éco** — "La France écrasée par ses dettes", 2026. lessentieldeleco.fr/7604-la-france-ecrasee-par-ses-dettes
 12. **European Business Magazine** — "Why Le Pen's 2027 Comeback Has Moved From the Courts to the Bond Market", Temmuz 2026. europeanbusinessmagazine.com/le-pen-2027-french-bond-market/
 13. **Banque de France / Agence France Trésor** — Aylık bülten, "Negotiable government debt by group of holders", 2026 2. çeyrek. aft.gouv.fr
 14. **Brussels Signal** — "RN sets out budget plans with a deficit below 3 per cent and €140 billion in savings", Ekim 2026. brusselssignal.eu/2026/10/rn-sets-out-budget-plans-with-a-deficit-below-3-per-cent-and-e140-billion-in-savings/
 15. **Connexion France** — "Marine Le Pen vows to massively cut France's funding to the EU if elected president", 16 Ekim 2026. www.connexionfrance.com/news/marine-le-pen-vows-to-massively-cut-frances-funding-to-the-eu-if-elected-president/821339
 16. **Around Prague** — "Marine Le Pen alarms Brussels: a win would radically reshape the EU". aroundprague.cz/en/news/politics/marine-le-pen-alarms-brussels-a-win-would-radically-reshape-the-eu
- Grafiklerde gösterilen değerler Bloomberg terminalinden alınmıştır. Şekil 6'da 2026 ve 2027 değerleri OECD tahminidir. Şekil 7, Banque de France / Agence France Trésor verisidir.