Sonderbericht

Wahlen in Frankreich: Wie groß ist die Gefahr einer Schuldenkrise?



16. November 2026

Das Wichtigste in Kürze:

In wenigen Monaten wird in Frankreich ein neuer Präsident gewählt und Marine Le Pen vom rechtspopulistischen Rassemblement National (RN) führt die Umfragen an. Als mögliche Nachfolgerin von Macron dürfte die RN-Chefin dann rasch Parlamentswahlen ansetzen, um ihre hohen Zustimmungswerte in politischen Gestaltungsspielraum umzumünzen. Da somit nicht nur eine RN-Präsidentin wahrscheinlich ist, sondern auch eine Regierungsbeteiligung des RN möglich erscheint, rücken die Forderungen der Partei in den Anlegerfokus.

Der RN hat sein Programm in den letzten Jahren deutlich abgemildert. Extreme Forderungen, wie den Austritt Frankreichs aus der EU hat er inzwischen aufgegeben. An kostspieligen Vorhaben wie der Rückabwicklung der (momentan bis 2028 ausgesetzten) Rentenreform hält die Parteivorsitzende Le Pen aber fest. Zwar ist der RN inzwischen bemüht, sich fiskalisch verantwortungsbewusster zu geben. Die vorgelegten Einsparpläne sind bislang aber sehr vage geblieben, sodass eine Haushaltskonsolidierung durch den RN ungewiss erscheint.

Die Frage nach dem fiskalischen Kurs des RN ist umso bedeutender, als Frankreich vor erheblichen fiskalischen Herausforderungen steht. Bereits jetzt liegt die französische Staatsverschuldung bei 115% des BIP und der Regierung gelang es in den letzten Jahren angesichts eines stark fragmentierten Parlaments nicht, das hohe Defizit nennenswert zu reduzieren. Für 2027 sind ebenfalls keine größeren Einsparungen zu erwarten – nicht zuletzt da sich die Parteien im Wahlkampf befinden.

Die Kapitalmärkte reagieren zunehmend nervös auf die politische Unsicherheit vor den Wahlen und die Aussicht auf eine weiter steigende Staatsverschuldung. Der französische Spread (Renditeabstand zu deutschen Bundesanleihen) erreichte Ende Oktober bei über 170 Basispunkten ein Mehrjahreshoch. Anzeichen einer Staatsschuldenkrise sind aber bislang nicht zu erkennen und wir rechnen auch nicht damit, dass es zu einer Neuauflage einer europäischen Staatsschuldenkrise kommen wird – selbst wenn der RN ab dem kommenden Jahr an einer Regierung beteiligt sein sollte. Im Gegensatz zur Staatsschuldenkrise vor rund 15 Jahren verfügt die Europäische Zentralbank (EZB) inzwischen über einen umfangreichen Instrumentenkasten, um Finanzmarktturbulenzen einzufangen.

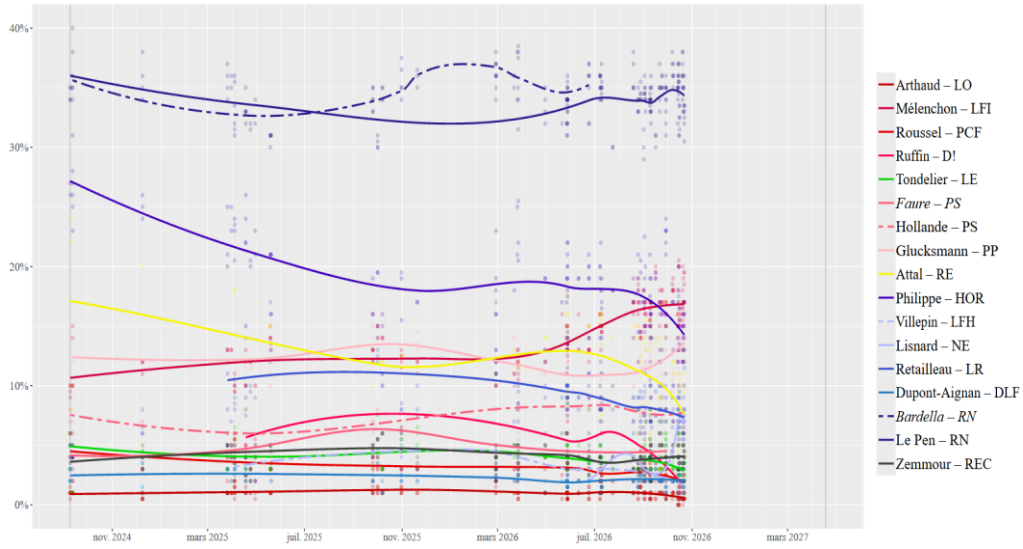
- Dr. Torsten Gruber
- Dr. Thorsten Proettel
- Bernhard Spitz

Le Pen mit realistischer Chance auf Wahlsieg

Le Pen dürfte den 1. Wahlgang deutlich gewinnen.

Frankreich steht vor wegweisenden Wahlen. Der bisherige Präsident Emmanuel Macron darf nach seiner zweiten Amtszeit und insgesamt 10 Jahren als Staatsoberhaupt nicht erneut antreten. Für den ersten Wahlgang am 18. April führt Marine Le Pen, die Vorsitzende des rechtspopulistischen Rassemblement National, die Umfragen deutlich an. IPSOS, ein global tätiges Sozial-, Politik- und Marktforschungsunternehmen mit Sitz in Paris, beispielsweise sieht für Le Pen Zustimmungswerte von 34%, während der Zweitplatzierte, Linksaußen-Kandidat Jean-Luc Mélenchon, lediglich auf einen Wert von 17% kommt. Der Mitte-Rechts-Kandidat, Édouard Philippe, und der Kandidat der Sozialdemokraten, Raphaël Glucksmann, schneiden mit jeweils 13% sogar noch etwas schlechter ab. Sollte keiner der Präsidentschaftskandidaten im ersten Wahlgang die absolute Mehrheit erreichen, würden die beiden Kandidaten mit den meisten Stimmen in einer Stichwahl am 2. Mai aufeinandertreffen.

Grafik 1: Umfragen zum ersten Wahlgang



Quelle: Wikipedia (Stand: November 2026)

Ausgang von zweitem Wahlgang könnte von Gegenkandidaten abhängen.

Der Ausgang dieses zweiten Wahlgangs dürfte vor allem davon abhängen, ob Le Pen auf Mélenchon oder auf Philippe bzw. Glucksmann trifft. Eine Stichwahl gegen Mélenchon wird Le Pen vermutlich sehr deutlich für sich entscheiden können. Umfragen ermitteln für diesen Fall Zustimmungswerte von 65% bis 70% für Le Pen. Bei einem Aufeinandertreffen von Le Pen und Philippe bzw. Glucksmann dürfte der Wahlausgang hingegen knapper werden. In dieser Konstellation sehen Umfragen für Le Pen eine Mehrheit von 53% bis 58%. Allerdings sind diese Umfragewerte mit einer nicht unerheblichen Unsicherheit behaftet und hängen nicht zuletzt von der sogenannten „Front républicain“ ab. Dabei schließen verschiedene Parteien vor allem aus dem zentristischen und bürgerlich-konservativen Spektrum bei Stichwahlen ein taktisches Bündnis, um einen RN-Kandidaten zu verhindern.

Die Chancen Le Pens, in den Elysee-Palast einzuziehen, stehen aber dennoch recht gut. Mit der französischen Präsidentschaft gehen Machtbefugnisse einher, die deutlich umfangreicher sind als beispielsweise die des deutschen Präsidenten – für die Haushaltspolitik ist aber primär das Parlament zuständig. Für die Kapitalmärkte

ist daher nicht nur der Ausgang der Präsidentschaftswahl relevant, sondern vor allem ob sich daraus Folgen für die Sitzverteilung in der Nationalversammlung ergeben. Seit der von Macron ausgelösten, vorgezogenen Parlamentswahl von 2024 verlaufen die Wahlzyklen von Präsidentschaft und Nationalversammlung nicht mehr synchron. Der neu gewählte Präsident würde also auf die bereits bestehende, politisch stark fragmentierte Nationalversammlung treffen und müsste voraussichtlich von Beginn an mit erheblichen legislativen Blockaden rechnen. Um die Voraussetzungen für eine effektive Regierungsführung zu schaffen, könnte eine neue Präsidentin Le Pen daher eine rasche Auflösung des Parlaments beschließen und darauf setzen, dass eine Neuwahl eine parlamentarische Mehrheit hervorbringt, die ihre politische Agenda unterstützt. Bereits Mitte nächsten Jahres könnten daher Wahlen für die Nationalversammlung stattfinden. Die zentrale Frage ist, ob die Nationalversammlung Le Pen eine Mehrheit (und damit politischen Gestaltungsspielraum) verschaffen oder ob sie zersplittert bleiben würde. In der Vergangenheit profitierte ein neu gewählter Präsident meist von einem „Siegerbonus“, der ihm eine parlamentarische Mehrheit sicherte. Für einen Präsidenten des RN muss dies angesichts der „Front républicain“ aber nicht unbedingt gelten. Die „Front Républicain“ führte bei der letzten Wahl zur Nationalversammlung dazu, dass der Sitzanteil des RN letztlich deutlich unter seinem Stimmenanteil aus der ersten Wahlrunde lag. Viele Franzosen hatten im zweiten Wahlgang der Mehrheitswahl offenbar trotz Abneigung den Gegenkandidaten des RN gewählt. Der Ausgang der Parlamentswahl ist vor diesem Hintergrund schwer vorherzusagen.

Le Pen dürfte bei Wahlsieg das Parlament auflösen.

Die französische Präsidentschaftswahl könnte einen politischen Kurswechsel einleiten, da Marine Le Pen in den Umfragen zum ersten Wahlgang deutlich führt und auch in der zweiten Runde gute Chancen auf einen Wahlsieg hat. Entscheidend für ihre tatsächliche politische Handlungsfähigkeit wird jedoch sein, ob sie mit ihrer Partei anschließend auch eine parlamentarische Mehrheit gewinnen kann.

Wirtschaftspolitische Ausrichtung des RN weniger bedrohlich als zuvor

Mit dem nun nicht mehr allzu unwahrscheinlichen Szenario eines Wahlsiegs des RN bei möglichen Parlamentswahlen im nächsten Jahr rücken für die Kapitalmärkte die programmatischen Positionen des RN in den Fokus. In den letzten Jahren hat die Partei ihr Programm bereits deutlich abgemildert. Extreme Forderungen, wie den Austritt Frankreichs aus der EU und der Eurozone hat der RN inzwischen aufgegeben. Stattdessen setzt die Partei außenpolitisch inzwischen auf selektive Neuverhandlungen der europäischen Ordnung sowie der Erlangung eines größeren Ermessensspielraums in den Bereichen Migration, Grenzpolitik und Regulierung.

RN gibt extreme Forderungen auf.

Bei anderen Themen wie der Wirtschafts-, Sozial- und Rentenpolitik hat sich der RN im laufenden Wahlkampf lange Zeit auffällig zurückgehalten – vermutlich aufgrund parteiinterner Uneinigkeit. Bardella, der Vorsitzende des RN, der zunächst als Präsidentschaftskandidat in Stellung gebracht worden war, hatte gezielt um Unterstützung von Unternehmern und Wirtschaftsverbänden geworben und das bestehende teure Rentensystem in Frage gestellt sowie die Einführung einer kapitalgedeckten Altersvorsorge in Spiel gebracht. Allerdings beansprucht Le Pen die Präsidentschaftskandidatur inzwischen für sich selbst, nachdem ein Gericht ihre Sperre für die Ausübung öffentlicher Ämter im Vergleich zu einem Urteil der Vorinstanz deutlich verkürzt hat und dies nun nicht mehr mit einer

Le Pen setzt sich weiter für teure Maßnahmen ein – gibt sich aber fiskalisch verantwortungsbewusster.

Präsidentschaftskandidatur kollidiert. Im Gegensatz zu Bardella setzt sich Le Pen dafür ein, das Mindestalter für die gesetzliche Rente wieder auf 62 Jahre zu senken (für manche Arbeitnehmer sogar auf 60 Jahre). Außerdem möchte sie die Kaufkraft der französischen Haushalte durch eine Senkung der Mehrwertsteuer und der Energiesteuer stärken. Davon abgesehen, fällt auf, dass der Partei in der jüngeren Vergangenheit daran gelegen war, sich fiskalisch verantwortungsbewusster zu geben. Die Partei erklärte beispielsweise, im Falle eines Wahlsiegs, die Bevölkerung über eine sogenannte *Goldene Regel* abstimmen zu lassen, die auf eine schrittweise Rückführung der Staatsschuldenquote auf 60% des BIP abzielt. Demnach müsste das Haushaltsdefizit in jedem Jahr, in dem die Schuldenquote oberhalb dieser Marke liegt, um mindestens 0,5 Prozentpunkte niedriger ausfallen als jenes Defizit, das eine unveränderte Schuldenquote gewährleisten würde. Das Staatsdefizit soll so bis 2032 schrittweise auf 2,2% gesenkt werden.

Schattenhaushalt erscheint unrealistisch.

In dem von Le Pen vorgeschlagenen Schattenhaushalt für das kommende Jahr soll das Defizit zunächst 3,7% betragen. Der Plan erscheint aber wenig überzeugend. Immerhin sieht er neue Ausgaben von mindestens 50 Mrd. Euro vor. So soll die erst im Frühjahr 2023 beschlossene (und im Zuge der Verhandlungen für den Haushalt 2026 eingefrorene) Rentenreform wieder zurückgenommen werden, was Mehrkosten im Umfang von rund 10 Mrd. Euro gemäß RN-Schätzung verursachen würde (nach offiziellen Berechnungen deutlich mehr), die Mehrwertsteuer auf Energie soll gesenkt werden (Kostenpunkt rund 17 Mrd. Euro) und es soll Entlastungen bei den Produktionssteuern geben (rund 20 Mrd. Euro). Die Gegenfinanzierung beruht dagegen auf Maßnahmen, die zu großen Teilen unklar bleiben. Es wurde lediglich erklärt, dass die größten Einsparungen durch eine „Rationalisierung“ der Staatsausgaben (geplante Einsparungen in Höhe von 28,3 Mrd. Euro), die Verbesserung der Steuergerechtigkeit (Einsparungen in Höhe von 20,7 Mrd.) sowie bei den Sozialversicherungssystemen (10,3 Mrd.) erzielt werden sollen. Was sich hinter diesen Schlagwörtern verbirgt, wurde nicht erläutert. An anderer Stelle, wie bei der Migrationspolitik (Einsparungen in Höhe von 15,1 Mrd.) oder den Beiträgen für den EU-Haushalt (11,1 Mrd.), ist klarer erkennbar, welche Maßnahme der RN umsetzen möchte. Allerdings erscheinen die im Schattenhaushalt skizierten Einsparungen extrem optimistisch. Dazu kommt, dass der Plan keine nennenswerten negativen Wachstumswirkungen der durchaus erheblichen fiskalischen Anpassungen berücksichtigt und der Konsolidierungspfad an die unrealistische Bedingung gekoppelt ist, dass die Europäische Zentralbank im Gegenzug französische Staatsanleihen kauft.

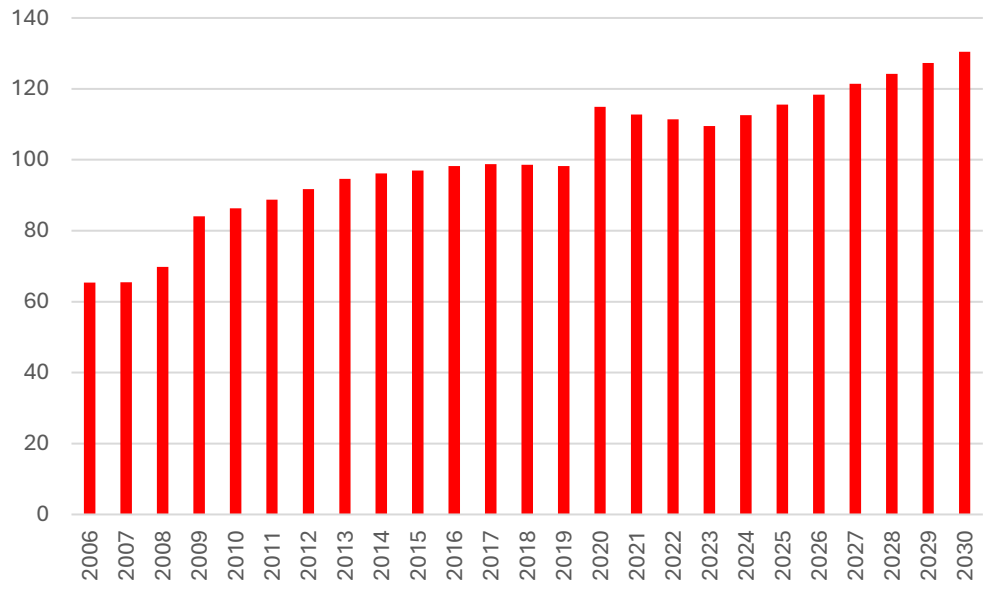
In ihren früheren Präsidentschaftskampagnen sorgte Le Pen mit weitreichenden politischen Forderungen, darunter einem Austritt Frankreichs aus der Europäischen Union, für erhebliche Verunsicherung an den Finanzmärkten. Inzwischen hat sie ihren Kurs spürbar gemäßigt. Dies trifft auch auf den fiskalischen Kurs des RN zu. Während die Kernforderungen des RN traditionell Maßnahmen waren, die die fiskalische Situation Frankreich massiv verschlechtert hätten, fällt im aktuellen Wahlkampf auf, dass Le Pen bestrebt ist, sich fiskalisch verantwortungsbewusst zu geben. Der von ihr vorgestellte Schattenhaushalt würde das Defizit sogar weiter drücken als der Regierungsentwurf. Allerdings erscheint die tatsächliche Einsparwirkung der Maßnahmen extrem unsicher und teilweise verzichtet der RN komplett auf die Festlegung konkreter Maßnahmen.

Frankreich hat ein Schuldenproblem

Französische Staatsverschuldung ist massiv angestiegen.

Die Frage nach dem fiskalischen Kurs des RN ist auch deshalb von zentraler Bedeutung, weil Frankreichs öffentliche Finanzen bereits erheblich unter Druck stehen. Während die französische Schuldenquote vor 20 Jahren mit rund 65% des Bruttoinlandsprodukts (BIP) noch auf einem ähnlichen Niveau wie in Deutschland lag, kletterte sie bis 2025 auf 115% (für Deutschland lag die Quote 2025 bei 63%). Bereits im kommenden Jahr könnte die französische Staatsverschuldung gemäß einer Schätzung des französischen Statistikamts INSEE die Marke von 120% durchbrechen und 2030 bereits bei 130% liegen – sofern keine Reformen beschlossen werden (siehe Grafik 2).

Grafik 2: Staatsverschuldung in % des BIP (ab 2027 Prognosewerte bei unveränderter Politik)



Quelle: INSEE, eigene Darstellung

Frankreich hat es nicht geschafft, das Defizit wieder auf das Vor-Corona-Niveau zurückzuführen...

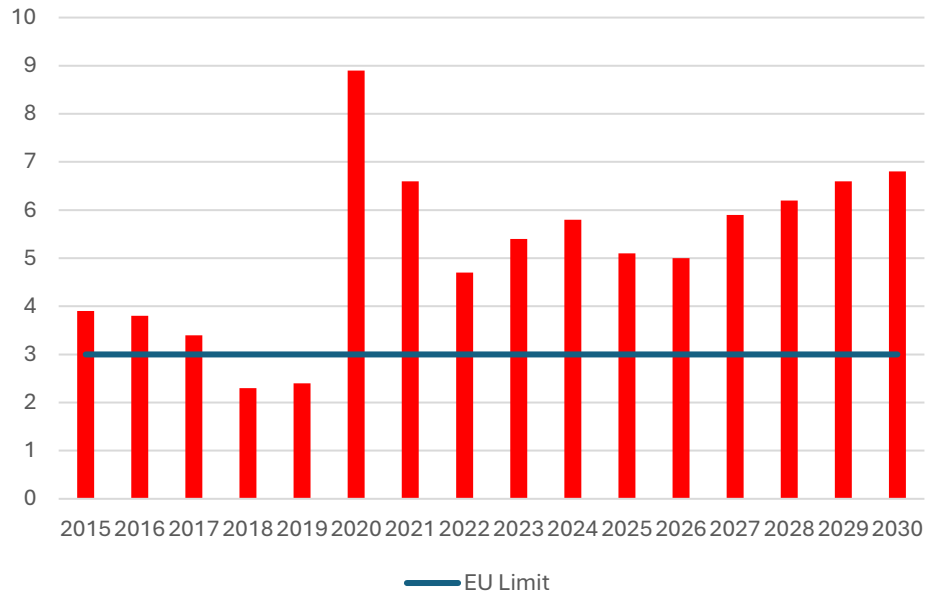
Für die Tragfähigkeit der französischen Staatsfinanzen ist jedoch nicht nur die Höhe der bestehenden Verschuldung entscheidend, sondern vor allem die Frage, ob es gelingt, die jährliche Neuverschuldung nachhaltig zu begrenzen. Gerade hier ist das Bild ernüchternd: In den letzten zehn Jahren lag das Haushaltsdefizit beinahe durchgängig über dem EU-Limit von 3% (siehe Grafik 3). Von beinahe 9% im Corona-Jahr 2020 hat es sich zwar zurückentwickelt, befand sich aber auch im vergangenen Jahr noch bei 5,1% und im Sommer hat das Finanzministerium bekanntgegeben, dass die geplante Verringerung des Defizits auf 5,0% in diesem Jahr angesichts des Iran-Kriegs und seiner Folgen für das Wirtschaftswachstum vermutlich nicht gelingen wird. Unter der Annahme, dass die Regierung auf Anpassungen in ihrer Haushaltführung verzichtet, dürfte das Defizit in den kommenden Jahren sogar noch ansteigen. INSEE schätzt, dass das Defizit in diesem Szenario 2028 die Marke von 6% überschreiten und 2029 sogar Kurs auf 7% nehmen wird.

Im Vergleich der größten europäischen Volkswirtschaften steht Frankreich mit einem Defizit deutlich über der EU-Zielmarke in Höhe von 3% recht isoliert da (siehe

Grafik 4). In Deutschland, Spanien und Italien gelang es, die hohen Defizitraten von teilweise fast 10% in den Corona-Jahren 2020 und 2021 deutlich zurückzufahren. Inzwischen liegt das Defizit in Deutschland bei rund 3,1%, in Italien bei 3,0% und in Spanien lediglich bei 2,4%. Vor allem auf der Ausgabenseite fällt die Sonderstellung Frankreichs auf. Mit 57,2% des BIP verzeichnete Frankreich im Jahr 2025 nach Finnland die zweithöchste Ausgabenquote im Euroraum.

…und steht nun mit einem Defizit deutlich über der EU-Zielmarkt recht isoliert da.

Grafik 3: Budgetdefizit in % des BIP
(ab 2027 Prognosewerte für das Szenario „Keine Politikänderung“)



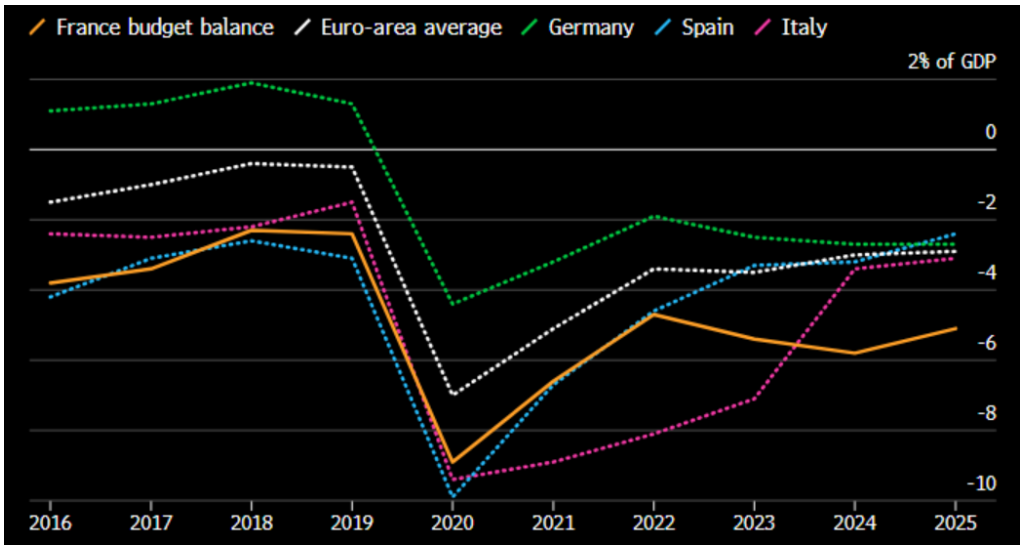
Quelle: INSEE, eigene Darstellung

Um die Staatsverschuldungsquote zu stabilisieren, wäre in Frankreich eine deutliche Verringerung des Defizits erforderlich. Der politische Wille zu diesem Kraftakt ist aber nicht zu erkennen. Für das kommende Jahr plant die Regierung ein Defizit von 5,0% und würde dabei auf jegliche größere Reform verzichten. Und selbst dafür ist bislang keine Mehrheit in der Nationalversammlung gesichert. Im vergangenen Jahr hatte Premierminister Lecornu eine Haushaltseinigung nur unter größten Anstrengungen erzielen können, indem er die erst im Frühjahr 2023 ohne Abstimmung durchs Parlament beschlossene Rentenreform bis Januar 2028 einfror und andere große Zugeständnisse an die Sozialisten machte. In diesem Jahr dürfte es ebenfalls schwierig werden, eine Einigung zu finden, da sich die Parteien im Wahlkampf befinden. Sowohl die Sozialisten als auch die linksextreme La France insoumise (LFI) von Jean-Luc Mélenchon haben bereits klargestellt, dass sie einen Haushalt mit sozialen Einschnitten nicht mittragen würden und bereit seien, die Regierung darüber zu stürzen. Der RN könnte dagegen in Hinblick auf einen Wahlsieg 2027 theoretisch ein gewisses Interesse daran haben, eine langwierige finanzpolitische Hängepartie zu vermeiden. Denn falls ein Haushalt für 2027 zum Zeitpunkt der Wahl fehlt, würde der RN direkt nach einem Wahlsieg mit diesem unpopulären und langwierigen Thema konfrontiert werden. Bislang ist immerhin bekannt, dass Le Pen die Haushaltsverhandlungen nicht blockieren möchte. Ein mögliches Szenario könnte so aussehen, dass sich die Regierung auf den Artikel 49.3 der Verfassung beruft, sofern sie keine Chance für eine parlamentarische Mehrheit sieht. Damit könnte sie das Haushaltsgesetz ohne parlamentarische Abstimmung durchsetzen,

Sparanstrengungen scheitern an schwierigen Mehrheitsverhältnissen im Parlament.

würde den Parlamentariern aber die Möglichkeit geben, einen Misstrauensantrag zu stellen. Sofern sich der RN dabei enthält, wäre die Regierung weiterhin im Amt und hätte einen Haushalt für das kommende Jahr durchgesetzt.

Grafik 4: Ländervergleich Budgetdefizit in % des BIP



Quelle: Bloomberg

Sollte es nicht gelingen, vor den Präsidentschaftswahlen einen Haushalt zu verabschieden, könnte Frankreich bis weit in die zweite Hälfte des Jahres 2027 hinein auf ein Notgesetz angewiesen sein. Mit dieser Regelung, die bereits in den beiden Vorjahren getroffen werden musste, wäre zumindest eine eingeschränkte Handlungsfähigkeit des Staates ermöglicht. Die Regierung würde beispielsweise vorübergehend ermächtigt werden, weiterhin Steuern zu erheben, Kredit aufzunehmen und zwingend nötige Ausgaben zu tätigen - zum Beispiel die Bezahlung von Beamten. So würde zumindest die Zeit bis zur Verabschiedung eines neuen Haushalts überbrückt werden. Allerdings bietet das Sondergesetz keinerlei Gestaltungsspielraum: Es ermöglicht weder neue Investitionen noch Sparmaßnahmen. Außerdem dürfe das Vertrauen der Kapitalmärkte dadurch weiter untergraben werden und die Stimmung der Unternehmen und Haushalt leiden.

Immerhin ist die Handlungsfähigkeit des Staates durch ein Notgesetz gesichert.

Zusätzlich zur Unsicherheit in Bezug auf den Wahlausgang, ist Frankreich momentan mit den Budgetverhandlungen für 2027 konfrontiert. Ein stark polarisiertes Parlament hat eine Haushaltskonsolidierung in den vergangenen Jahren stets verhindert. Seit der Corona-Pandemie liegt das Haushaltsdefizit Frankreichs sowohl über der EU-Zielmarke in Höhe von 3% als auch über den jeweiligen Defizitwerten in anderen großen europäischen Ländern. Mit Parteien, die sich im Wahlkampf befinden, dürfte eine parlamentarische Mehrheit für eine Reduktion des Defizits auch dieses Mal kein leichtes Unterfangen werden. Immerhin hat Le Pen inzwischen signalisiert, dass ihre Partei ein Haushaltsgesetz nicht blockieren werde.

Wie groß ist die Gefahr einer Schuldenkrise?

Die Kapitalmärkte reagieren zunehmend nervös auf die politische Unsicherheit vor den Wahlen und die Aussicht auf eine weiter steigende Staatsverschuldung. Der

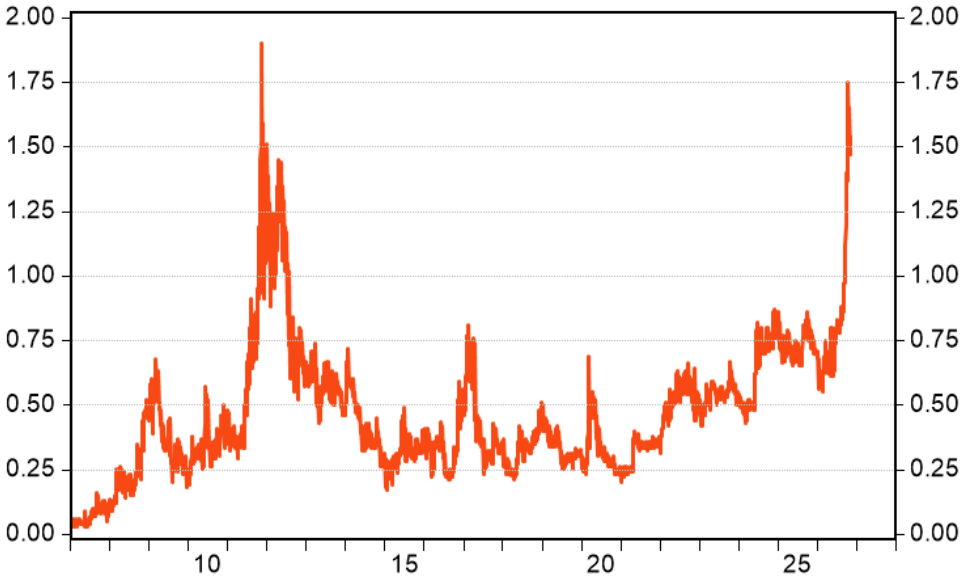
Renditeaufschlag 10-jähriger französischer Staatsanleihen gegenüber Bundesanleihen kletterte seit Anfang des Jahres von 71 Basispunkte auf über 170 Basispunkte Ende Oktober und damit das höchste Niveau seit der europäischen Schuldenkrise vor rund Jahren (aktuell bei 145 Basispunkten). Die Spreads der ehemaligen Sorgenkinder aus der südeuropäischen Peripherie haben sich in den letzten Monaten dagegen nur leicht nach oben bewegt und mit rund 100 Basispunkten befindet sich selbst der italienische Spread deutlich niedriger. Portugal (rund 40 Basispunkt), Spanien (rund 55 Basispunkte) und Griechenland (rund 85 Basispunkte) weisen allesamt Spreads im zweistelligen Bereich auf.

Anleger reagieren nervös auf politische Unsicherheit vor den Wahlen und die Aussicht auf weiter steigende Schulden.

Das Vertrauen der Anleihegläubiger hatte bereits im Herbst des vergangenen Jahres durch Herabstufungen der Kreditwürdigkeitsnoten durch die großen Ratingagenturen einen Dämpfer erhalten. Sowohl Fitch als auch S&P Global hatten damals während der schwierigen Haushaltsverhandlungen ihre Ratingnoten herabgesetzt. In diesem Jahr senkte auch die europäische Rating-Agentur Scope ihr Rating für Frankreich, nachdem die Regierung in Paris angekündigt hatte, dass das Haushaltsdefizit 2026 voraussichtlich auf 5,4% steigen werde und die ursprüngliche vorgesehene Defizitrate von 5,0% nicht eingehalten werden kann. Moody´s schloss sich den Ratingherabstufungen bislang zwar nicht an. Das Unternehmen drohte aber mit negativen Maßnahmen, sollte aufgrund fehlender Konsolidierungsmaßnahmen ein anhaltender Schuldenanstieg mittelfristig wahrscheinlich werden.

Investorenvertrauen auch durch vergangene Ratingherabstufungen abgeschlagen.

Grafik 5: Renditespread 10-jähriger französischer Staatsanleihen ggü. Bundesanleihen (in %)



Quelle: Haver Analytics

Der massive Anstieg der Staatsanleihespreads in den letzten Monaten erinnert an die europäische Schuldenkrise vor rund 15 Jahren, bei der einige Länder der Währungsunion in Schieflage geraten waren und Hilfszahlungen internationaler Geldgeber in Anspruch nehmen mussten. Wie damals befinden sich die Schuldenstände zahlreicher Euro-Länder auf einem hohen Niveau. Mit durchschnittlich rund 90% des Bruttoinlandsprodukts übertrifft die Schuldenstandsquote für die Eurozone sogar den damaligen Durchschnittswert von rund 80%. Die Obergrenze aus dem Maastricht-Vertrag in Höhe von 60% liegt in weiter Ferne. Noch problematischer als damals ist, dass sich mit Frankreich eines der größten Länder der Eurozone im Zentrum der Anlegersorgen befindet.

Erinnerungen an die Euro-Staatsschuldenkrise werden wach.

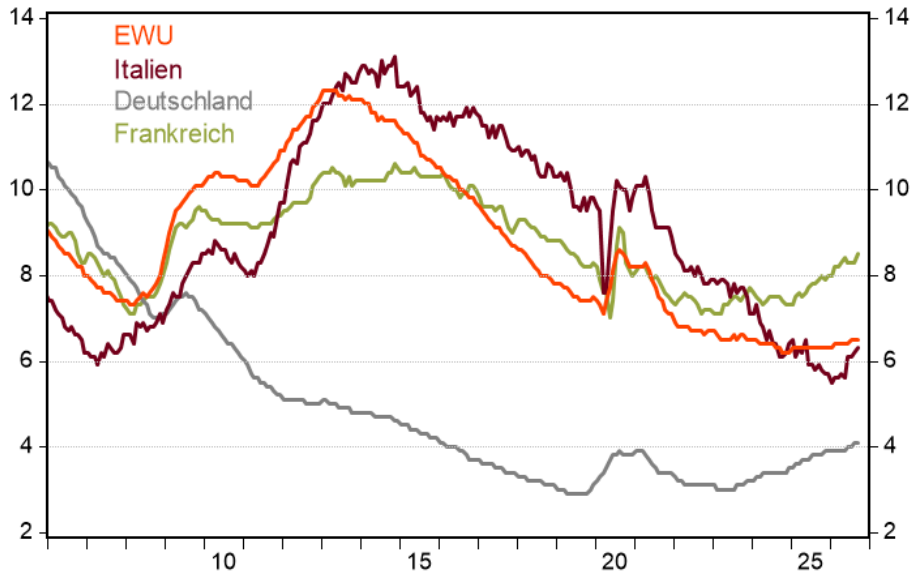
Die Banken sind heute aber solider aufgestellt als damals, ...

Im Gegensatz zu damals steht der europäische Bankensektor heute aber auf einem deutlich solideren Fundament. Vor 15 Jahren hatten die Folgen der US-Subprime-Krise zahlreiche Institute geschwächt. Die Banken verfügten nur noch über dünne Kapitalpolster, saßen auf einem Berg an faulen Krediten und litten angesichts der drastisch abgesenkten Leitzinsen an einer schwindenden Profitabilität. Die Angst, dass Staaten die angeschlagenen Banken möglicherweise retten müssen, hatte die Zweifel an der Schuldentragfähigkeit vieler Länder zusätzlich verstärkt. Inzwischen haben die Banken ihre Kapitalquoten deutlich verbessert, den Anteil notleidender Kredite in den niedrigen einstelligen Bereich gedrückt und die Gewinne in den letzten Jahren – auch infolge der wieder höheren Zinsen – kräftig gesteigert.

...die konjunkturelle Ausgangslage ist günstiger…

Daneben ist auch die konjunkturelle Ausgangslage heute günstiger. Die Subprime-Krise hatte damals zu einer weltweiten Wirtschaftskrise geführt. Die Arbeitslosenquote in der Eurozone lag beispielsweise Ende 2012 bei 12%. Heute ist sie gerade einmal halb so hoch. Allein die hohe Arbeitslosigkeit bedeutete für die Staatsfinanzen eine erhebliche Zusatzbelastung. Einerseits verringern sich dadurch die Einkommenssteuereinnahmen und die Sozialversicherungsbeiträge (was oft staatliche Zuschüsse notwendig macht). Zusätzlich brechen dem Staat Einnahmen aus der Mehrwertsteuer weg, da mit der sinkenden Kaufkraft der Arbeitslosen der Konsum der Privathaushalte zurückgeht. Andererseits erhöhen sich für den Staat die Kosten durch Transferleistungen (wie Grundsicherung) sowie eine aktive Arbeitsmarktpolitik (wie Umschulungen). Die heutzutage niedrigere Arbeitslosigkeit schont dagegen tendenziell die Staatsfinanzen.

Grafik 6: Arbeitslosenquote (in %, saisonbereinigt)



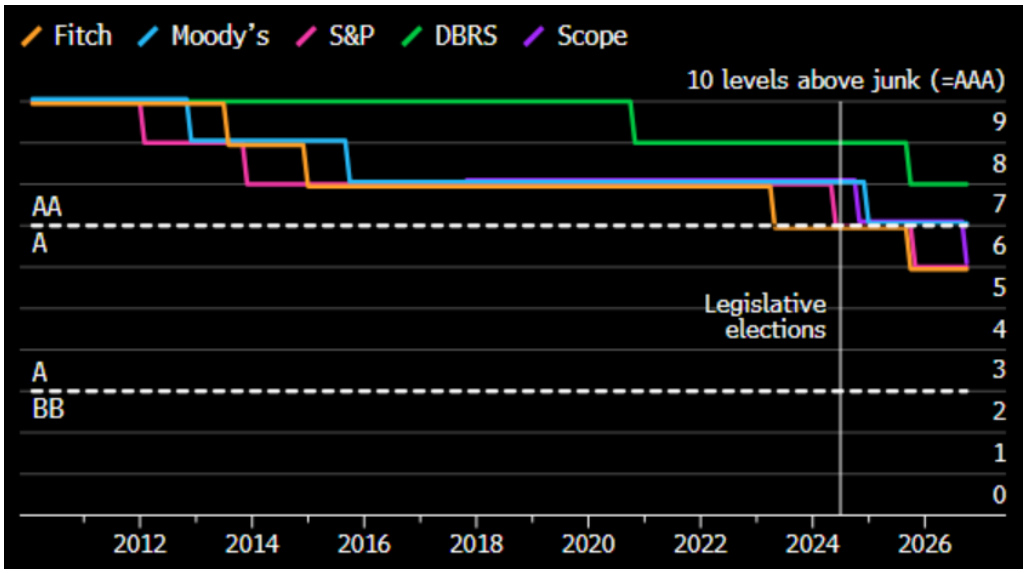
Quelle: Statistical Office of the European Communities/Haver Analytics

…und die EZB ist heute besser auf eine Krise vorbereitet.

Ein noch wichtigerer Unterschied zur Staatsschuldenkrise vor 15 Jahren liegt in den heute deutlich erweiterten Interventionsmöglichkeiten der EZB. Zu Beginn der damaligen Krise hielt sich die EZB mit Eingriffen zurück, um nicht in einen Konflikt mit dem im Maastricht-Vertrag vorgeschriebenen Verbot der monetären Staatsfinanzierung zu geraten. Zwar kaufte sie unter Präsident Jean-Claude Trichet ab 2010 in begrenztem Umfang Staatsanleihen, schreckte jedoch vor groß angelegten Interventionen zurück. Da gleichzeitig die Bereitschaft anderer Mitgliedstaaten fehlte, Mittel für die Stabilisierung der angeschlagenen südeuropäischen Staatsfinanzen

zu mobilisieren, nahmen die Anleger die Eurozone als verwundbar wahr und begannen, sich von ihren Staatsanleihebeständen zu trennen bzw. auf einen Zahlungsausfall einzelner Länder zu setzen. Erst Mario Draghis berühmter „Whatever it takes“-Rede Mitte 2012 markierte einen Wendepunkt. In der Folge schuf die EZB mit dem Outright Monetary Transactions-Programm (OMT-Programm) die Möglichkeit, Staatsanleihen einzelner Mitgliedsländer bei Bedarf in theoretisch unbegrenzter Höhe zu erwerben. Das 2022 eingeführten Transmission Protection Instrument (TPI) hat den Handlungsspielraum der EZB zusätzlich erweitert. Das TPI erlaubt der EZB, gegen eine aus ihrer Sicht übermäßige Spreadausweitung einzelner Staaten durch gezielte Wertpapierkäufe vorzugehen. Die Spreadausweitung muss eigentlich unabhängig von länderspezifischen Fundamentaldaten sein, aber letztendlich entscheidet der EZB-Rat über den Einsatz des TPI. Die EZB hat also erheblichen Ermessensspielraum bei dem Einsatz ihrer Instrumente und sollte insofern auf absehbare Zeit in der Lage sein, eine Schuldenkrise zu verhindern.

Grafik 7: Kreditrating Frankreich



Quelle: Bloomberg

Bislang hält sich die EZB zurück.

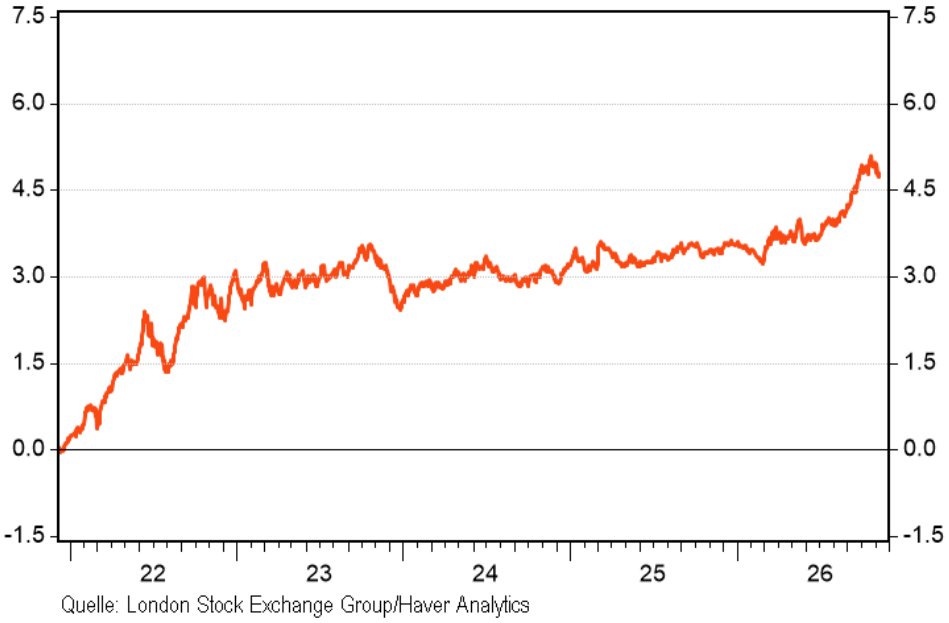
Bisher signalisiert die EZB, für ihre Krisenprogramme seien die Voraussetzungen noch nicht erfüllt. Die deutsche EZB-Direktorin Isabel Schnabel beispielsweise gab an, dass die Wahrscheinlichkeit, dass das TPI-Programm überhaupt eingesetzt werde, ziemlich klein sei. Ohnehin dürfte die EZB, bevor sie einen derart weitreichenden Schritt unternimmt, zunächst auf andere Maßnahmen zurückgreifen. So könnte sie verbal intervenieren, etwa indem sie signalisiert, dass sie die Entwicklung der französischen Risikoaufschläge aufmerksam beobachtet. Darüber hinaus könnte sie das Tempo ihres Bilanzabbaus vorübergehend drosseln und Tilgungsbeträge fällig werdender Anleihen verstärkt in französische Staatsanleihen reinvestieren. So ermöglicht das Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) die Flexibilität, zeitweise von der Verteilung nach dem Kapitalschlüssel der nationalen Zentralbanken abzuweichen. Außerdem könnte die EZB ihre geldpolitische Ausrichtung etwas anpassen und so die Leitzinserhöhungserwartungen etwas dämpfen. Dies war bei der letzten EZB-Sitzung bereits zu erkennen.

Allerdings würde jede Form der Unterstützung durch die EZB den Druck auf die französische Politik verringern, die notwendigen haushaltspolitischen

Anpassungen vorzunehmen. Dazu kommt die Signalwirkung auf andere Länder. Würde die EZB die Zinskosten einzelner EWU-Länder künstlich deckeln, schwindet der politische Anreiz für schmerzhafte, aber notwendige Haushaltskonsolidierungen und Reformen. Politiker würden sich zu undisziplinierter Schuldenaufnahme ermutigt fühlen, der Staatssektor würde mehr Ressourcen beanspruchen und die Aktivitäten des Privatsektors dadurch einschränken. Außerdem würde die Inflationsgefahr zunehmen. Angesichts dieser Risiken ist zu erwarten, dass sich die Notenbank vorerst zurückhalten wird. Erst wenn die Marktbewegungen ungeordnete oder gar panikartige Züge annehmen oder die Gefahr einer Ansteckung auf andere Mitgliedstaaten besteht, dürfte ein aktiveres Eingreifen der EZB in Betracht kommen.

Eine EZB-Intervention würde auch den Druck auf die Politik verringern, Anpassungen vorzunehmen.

Grafik 8: Rendite 10-jähriger französischer Staatsanleihen in %



Quelle: London Stock Exchange Group/Haver Analytics

Für Anleger, die die Sicht teilen, dass die Neuauflage einer europäischen Schuldenkrise vorerst unwahrscheinlich ist, mag das nun erreichte Rendite-Niveau von knapp unter 5% bei Obligations assimilables du Trésor (OATs) mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren und ein Spread in Höhe von aktuell rund 145 Basispunkten gegenüber Bundesanleihen durchaus attraktiv erscheinen. Zumal durchaus das Potenzial für eine vorübergehende Kurserholung bei französischen Anleihen besteht, beispielsweise wenn der momentan im Parlament diskutierte Haushaltsentwurf verabschiedet wird und damit die Handlungsfähigkeit der aktuellen Regierung sowie die Kompromissfähigkeit der Nationalversammlung unter Beweis gestellt wird. Eine nachhaltige Trendwende hin zu niedrigen Spreads ist vor den Wahlen aber unwahrscheinlich, da die grundlegenden Probleme in Form einer erhöhten politischen Unsicherheit sowie des problematischen fiskalischen Ausblicks bestehen bleiben. Die EZB, die zwar grundsätzlich über die Instrumente verfügt, bei einer Marktpanik einzugreifen, dürfte auf eine Intervention verzichten, solange eine Spreadausweitung geordnet abläuft.

Trendwende bei Spreads vor Wahlen erscheint unwahrscheinlich.

Die mittelfristige Spread-Entwicklung wird stark vom Wahlausgang abhängen und vom Kurs, den die regierenden Parteien nach der Wahl einschlagen werden. Sollte Le Pen zur Präsidentin gewählt werden und der RN eine Regierungsmehrheit

Mittelfristig entscheidet der Kurs einer zukünftigen Regierung.

erhalten, und würde der RN die Umsetzung populärer und kostspieliger Wahlkampfversprechen angehen, ohne eine glaubwürdige Gegenfinanzierung zu schaffen, könnte dies eine heftige Reaktion der Finanzmärkte bewirken. Dies könnte Marktturbulenzen auslösen, ähnlich denen, die die damalige britische Premierministerin Liz Truss im Jahr 2022 erlebte und die nach nur 44 Tagen im Amt zu ihrem Rücktritt führten. Andererseits hat Meloni in Italien gezeigt, dass eine rechtspopulistische Regierung ein Land nicht unbedingt ins (fiskal-)politische Chaos führen muss. Vor dem Wahlsieg Giorgia Melonis im September 2022 dominierten in internationalen Finanzkreisen erhebliche Befürchtungen hinsichtlich der wirtschaftspolitischen Ausrichtung einer künftigen italienischen Regierung. Zahlreiche Beobachter hatten damals vor einer möglichen Konfrontation mit Brüssel und einer Gefährdung der langfristigen Schuldentragfähigkeit Italiens gewarnt. Angesichts einer Staatsverschuldung von deutlich über 140 Prozent des Bruttoinlandsprodukts galt Italien als besonders anfällig für Vertrauensverluste an den Kapitalmärkten. Die tatsächliche Entwicklung verlief jedoch deutlich moderater als von vielen Marktteilnehmern erwartet. Bereits in den ersten Monaten nach Amtsantritt signalisierte die Regierung Meloni, dass sie die grundlegenden Verpflichtungen Italiens gegenüber der Europäischen Union respektieren werde. Daneben bekannte sich Rom zur Umsetzung des europäischen Wiederaufbauplans, dessen Finanzierung in erheblichem Umfang von europäischen Mitteln abhängt. Diese institutionelle Kontinuität wirkte stabilisierend auf die Finanzmärkte und reduzierte das Risiko eines unmittelbaren Vertrauensverlustes. Inzwischen gehört Meloni zu den italienischen Staatschefs mit der längsten Amtszeit und die Anleihemärkte honorieren ihren Kurs mit einem historisch niedrigen Renditeaufschlag italienischer Staatsanleihen gegenüber Bundesanleihen. Das italienische Defizit lag im ersten Quartal 2026 sogar knapp unter der von der EU vorgegebenen Schwelle von 3%.

Grafik 9: Renditespread 10-jährige italienische Staatsanleihen ggü. Bundesanleihen in %



Quelle: Haver Analytics

Die politische Unsicherheit vor den französischen Präsidentschaftswahlen und die Sorge vor einer ausufernden Staatsverschuldung haben zu einer deutlichen Ausweitung der Risikoaufschläge französischer Staatsanleihen geführt und Erinnerungen an die europäische Staatsschuldenkrise in den Jahren 2011 und 2012 geweckt. Allerdings gibt es wesentliche Unterschiede

zur damaligen Situation. Der Bankensektor ist heute deutlich widerstandsfähiger, und vor allem verfügt die EZB inzwischen über ein umfassendes Instrumentarium zur Stabilisierung der Märkte. Daher erscheint eine Neuauflage einer europäischen Schuldenkrise derzeit unwahrscheinlich. Eine nachhaltige Verringerung der Spreads erscheint vor den Wahlen jedoch ebenfalls unwahrscheinlich, da die grundlegenden Probleme in Form einer erhöhten politischen Unsicherheit sowie des problematischen fiskalischen Ausblicks bestehen bleiben. Die weitere Entwicklung hängt maßgeblich vom Wahlausgang und der künftigen Fiskalpolitik ab.

Fazit

Frankreich, das mit einer Staatsverschuldung von rund 115% des Bruttoinlandsprodukts zu den hoch verschuldeten Euroländern zählt, steht vor richtungsweisenden Wahlen, bei denen für den rechtspopulistischen RN hohe Zustimmungswerte zu erwartet werden. Marine Le Pen, die Präsidentschaftskandidatin des RN, vertritt inzwischen zwar deutlich moderatere Positionen als in früheren Wahlkämpfen und hat versucht, die Kapitalmärkte mit ehrgeizigen Sparzielen für sich zu gewinnen. Es bestehen aber erhebliche Zweifel an der Umsetzbarkeit und Glaubwürdigkeit ihrer fiskalischen Pläne.

Die Unsicherheit rund um den Wahlausgang und die zukünftige Fiskalpolitik einerseits, sowie der stockende Verlauf der Verhandlungen über den Haushalt für das kommende Jahr andererseits haben die Anleger in den letzten Wochen und Monaten stark verunsichert. Der Renditespread französischer Staatsanleihen gegenüber Bundesanleihen erreichte vor diesem Hintergrund das höchste Niveau seit der Eurokrise. Eine Neuauflage einer europäischen Schuldenkrise erscheint derzeit aber unwahrscheinlich. Im Vergleich zur Situation vor rund 15 Jahren verfügt die Eurozone heute über einen deutlich stabileren Bankensektor sowie über ein wesentlich umfangreicheres Instrumentarium der EZB zur Stabilisierung der Finanzmärkte. Dazu kommt ein günstigeres konjunkturelles Umfeld, das tendenziell die Staatsfinanzen entlastet.

Bis zu den Präsidentschaftswahlen und den voraussichtlich anschließenden Parlamentswahlen dürfte die politische Unsicherheit aber hoch bleiben und einer nachhaltigen Entspannung an den Anleihemärkten entgegenstehen. Mittelfristig wird entscheidend sein, ob die zukünftige Regierung einen glaubwürdigen Konsolidierungspfad einschlägt. Problematisch wäre sowohl eine Mehrheit des RN oder der Linken rund um Jean-Luc Mélenchon in der Nationalversammlung, die ihren Fokus darauf legen, kostspielige Wahlversprechen einzulösen, als auch eine Regierung ohne stabile parlamentarische Mehrheit. In beiden Fällen wäre zu befürchten, dass notwendige Strukturreformen und die Konsolidierung der Staatsfinanzen aufgeschoben werden. Dies könnte einer Beruhigung der Finanzmärkte im Wege stehen und die Risikoaufschläge französischer Staatsanleihen hochhalten.

Diese Publikation dient ausschließlich Ihrer Information und stellt keine Anlageempfehlung dar. Sie soll Ihnen lediglich Ihre selbstständige Anlageentscheidung erleichtern. Auch kann sie ein individuelles Beratungsgespräch nicht ersetzen. Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die der Herausgeber für vertrauenswürdig erachtet. Die hierin enthaltenen Einschätzungen entsprechen der bestmöglichen Beurteilung zum jeweiligen Zeitpunkt. Auch können sie sich – ohne Mitteilung hierüber – ändern. Für die Richtigkeit, Aktualität und Vollständigkeit der zur Verfügung gestellten Daten/Informationen übernehmen wir keine Haftung oder Garantie. Die W&W Asset Management behält sich auch das Recht vor, Änderungen oder Ergänzungen der bereitgestellten Informationen vorzunehmen.