

Ekonomik Politika Belirsizliği ile Pay Senedi Getirileri Arasındaki Nedensellik İlişkisi: Türkiye Örneği¹

Saffet Akdağ²

Özet

Karar verme süreci, yönetim ve ekonomi disiplinlerinin merkezinde yer almakta, çoğu zaman risk ve belirsizlik koşullarında şekillenmektedir. Belirsizlik, ekonomik kararların doğasında bulunan ölçülemeyen değişkenlikler aracılığıyla bireysel ve kurumsal davranışları önemli ölçüde etkilemektedir. Belirsizlik; bilgi asimetrisi, kurumsal zayıflıklar ve dışsal şoklar yoluyla ekonomik sistemin işleyişini değiştirebilmekte öte yandan bilgi kalitesinin ve kurumsal mekanizmaların güçlendirilmesi bu etkileri hafifletebilmektedir. Son yıllarda belirsizlik ile ilgili tartışmaların odak noktasında hükümet politikalarına ilişkin öngörülemezlik yer almaktadır. Bu kapsamda ölçülmeye başlanan Ekonomik Politika Belirsizliği (EPU) endeksi; maliye ve para politikalarının yönüne dair belirsizlikleri ölçen aynı zamanda ekonomik faaliyetlerin seyrini etkileyen önemli bir göstergedir. Politika yapım sürecindeki tutarsızlıklar, değişken söylemler veya öngörülemeyen düzenlemeler, piyasalarda güven kaybına ve yatırım kararlarının ertelenmesine yol açabilmektedir. Nitekim uluslararası literatürde, EPU'daki değişimlerin pay senedi fiyatlarında dalgalanma, üretim yatırımlarında azalma ve ekonomik büyümede yavaşlama gibi sonuçlar doğurduğu ampirik olarak ortaya konmuştur. Ekonomik politika belirsizliğinin yalnızca yatırım davranışlarını değil aynı zamanda finansal sistemin genel istikrarını ve yatırımcı psikolojisini de şekillendirdiği belirtilmiştir. Bu çalışma, Türkiye özelinde ekonomik politika belirsizliği ile pay senedi piyasası performansı arasındaki ilişkiyi incelemektedir. Bu amaçla, Kılıç ve Ballı (2024) tarafından geliştirilen Ekonomik Ülke Bazlı Belirsizlik (ECSU) endeksi ile BIST 100 endeksi

- 1 Bu çalışma 24-25 Ekim 2025 tarihlerinde çevrimiçi olarak düzenlenen 5. Uluslararası Dijital İşletme, Yönetim ve Ekonomi Kongresi'nde (ICDBME2025) özet hali sözlü bildiri olarak sunulan çalışmanın gözden geçirilmiş ve genişletilmiş halidir.
- 2 Doç. Dr., Tarsus Üniversitesi, ORCID ID: 0000-0001-9576-6786

getirileri arasındaki nedensellik ilişkisi, Ocak 2006 ile Aralık 2024 dönemine ait aylık veriler kullanılarak analiz edilmiştir. Granger Nedensellik ve Frekans Nedensellik testlerinin kullanıldığı çalışma sonucunda ekonomik politika belirsizliğinden pay senedi getirilerine doğru tek yönlü bir nedensellik olduğu ortaya konmuştur. Bu sonuç, pay piyasasının belirsizlik karşısında tepkisel bir yapı sergilediğini ancak belirsizliğin oluşum sürecinde belirleyici bir unsur olmadığını göstermektedir. Frekans Nedensellik testine göre ise kısa vadede anlamlı bir ilişki bulunmamakla birlikte, orta ve uzun vadede belirsizlikteki değişimlerin pay senedi getirileri üzerinde etkili olduğu tespit edilmiştir. Bu bulgu, yatırımcıların kısa süreli dalgalanmalara sınırlı tepki verdiğini fakat belirsizliğin kalıcı hâle geldiği dönemlerde risk algısının ve fiyatlama davranışlarının değiştiğini ortaya koymaktadır. Sonuç olarak ekonomik politika belirsizliği, pay piyasaları üzerinde gecikmeli ve birikimli biçimde etkisini gösteren finansal istikrar açısından kritik öneme sahip bir unsurdur. Bu durum, politika yapıcılar tarafından güven temelli ve öngörülebilir bir ekonomik ortamın oluşturulmasının gerekliliğine işaret etmektedir.

Anahtar Kelimeler: Ekonomik Politika Belirsizliği, ECSU, BIST 100, Nedensellik Analizi

GİRİŞ

Karar verme, yönetim sürecinin temel işlevlerinden biri olup çoğu zaman risk ve belirsizlik koşullarında gerçekleşir. Ekonomik kararların alındığı çevrede belirsizlikler olabilir ve bu durum hem bireylerin hem de kurumların davranışlarını doğrudan etkileyebilir (Alao ve Adebawojo, 2012). Knight (1921) çalışmasında belirsizlik ile risk arasında temel bir ayrıma değinerek riskin olasılığının ölçülebileceğini ancak belirsizliğin ölçülemeyen ve öngörülemeyen bir durum olduğunu vurgulamıştır. Bywater (2011) çalışmasında ise bu ayrımı destekleyerek riski, beklenen nakit akışlarının gerçekleşme olasılığı olarak; belirsizliği ise bilgi eksikliğinden kaynaklanan bir bilinmezlik hâli olarak tanımlamıştır. Buna göre belirsizlik altında optimal bir yatırım kararı vermek mümkün olmayabilir. Nitekim olasılık dağılımı bilinemediğinde karar süreçleri rasyonel biçimde modellenememektedir (Jackson ve Orr, 2019). Bu bağlamda risk ve belirsizlik kavramları ekonomik faaliyetlerin hem geçmişini hem de geleceğini etkileyen temel unsurlar içerisinde yer almaktadır. Bilgi eksikliği ve beraberinde öngörülemeyen olaylar ve kurumsal boşluklar sistemin işleyişini değiştirebilir ve muhtemel riskleri artırabilir. Bununla birlikte bilgi kalitesinin artırılması ve kurumsal mekanizmaların güçlendirilmesi ise belirsizliği azaltarak toplumsal refah düzeyini yükseltebilir (Toma vd., 2012).

Yatırım kararları çoğu zaman belirli bir belirsizlik düzeyini içerebilmektedir. Hargitay ve Yu (1993) çalışmasında bu durumu “belirsizlik spektrumu”

olarak ifade etmiştir. Graham ve Harvey (2001) çalışmasında belirsizliğin, firmaların sermaye yatırımı ve finansman kararlarının belirleyicilerinden biri olduğunu bu nedenle belirsizlik durumlarında yatırımcıların çoğu zaman “bekle-gör” politikası benimsediğini belirtmiştir. Ekonomik alanda belirsizliğin önemli nedenlerinden biri de hükûmet politikalarına ilişkin öngörülemezliktir. Bu belirsizlik aynı zamanda maliye ve para politikalarının yönü konusundaki belirsizlikleri kapsayan bir kavramdır. Jackson ve Orr (2019) çalışmasında ekonomi politikalarındaki belirsizliği, hükûmet politikalarındaki beklenmedik değişikliklerin veya politik süreçlerdeki belirsizliklerin piyasa beklentileri ve ekonomik davranışlar üzerindeki etkisi olarak tanımlamaktadır. Bu tür belirsizliklerde meydana gelen artışlar hem firmaların yatırım kararlarını ertelemesine hem de piyasalarda volatilitenin yükselmesine yol açabilmektedir. Nitekim Baker vd., (2016) çalışmasında ekonomi politikalarındaki belirsizliğin, pay senedi fiyatlarında dalgalanmalara ve üretim yatırımlarında azalmaya neden olduğunu ifade etmiştir. Literatürde yer alan ve ekonomi politikalarındaki belirsizliğin etkilerini inceleyen araştırmalar, bu tür belirsizliklerin ekonomik faaliyetlerde dalgalanmalara ve finansal piyasalarda bozulmalara yol açtığını ortaya koymuştur (Fernández-Villaverde vd., 2015; Hassett ve Metcalf, 1999). Bu kapsamdaki çalışmalardan bir olan Pastor ve Veronesi (2013) çalışmasında, pay senedi fiyatlarının politik haberler ve hükûmet politikalarındaki yön belirsizliğine duyarlı olduğunu tespit etmiştir. Brogaard ve Detzel (2015) çalışmasında ise bu belirsizliğin sistematik riskleri artırdığını vurgulamıştır. Dolayısıyla ekonomi politikalarındaki belirsizlikler sadece yatırım davranışlarını değil aynı zamanda piyasa psikolojisini ve güven düzeyini de etkileyen temel bir faktör hâline gelmiştir (Ling vd., 2014). Belirsizliğin ekonomi üzerindeki etkileri farklı türde şoklar aracılığıyla ortaya çıkabilmektedir. Bloom (2009) çalışmasında beklentiler düzeyinde meydana gelen değişimleri “birinci moment şoku” olarak adlandırırken politika kararsızlığı ve çelişkili açıklamalardan kaynaklanan daha kalıcı oynaklık artışlarını “ikinci moment şokları” olarak tanımlamıştır. Birinci moment şokları kısa vadede beklentilerin yönünü etkilerken, ikinci moment şokları ekonomik sistemde daha derin ve kalıcı etkiler yaratmaktadır. Brogaard ve Detzel (2015) çalışmasında bu tür ikinci moment şoklarının yatırımcı güvenini azalttığını ve özellikle kriz dönemlerinde toparlanmayı geciktirdiğini belirtmiştir. Bu bağlamda politika süreçlerinin uzaması, tartışmalı hâle gelmesi ya da öngörülemezlik içermesi, belirsizliğin ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini daha da güçlendirmektedir (Rodrik, 1991; Friedman, 1968). Bloom (2009) çalışmasında artan belirsizliklerin özel sektör yatırımlarını geciktirdiğini ve ekonomik büyümeyi yavaşlattığını göstermiştir. Dolayısıyla ekonomik

politika belirsizliği yalnızca firmalar düzeyinde değil aynı zamanda döviz kurları, dış ticaret dengesi, tasarruflar ve genel makroekonomik istikrar üzerinde de etkiler yaratmaktadır.

Ekonomik politika belirsizliğini ölçmeye yönelik ilk sistematik girişim, Baker vd. (2016) çalışmasında geliştirilen EPU (Economy Policy Uncertainty) endeksidir. Bu endeks, medya içeriklerinin analizine dayalı olarak politika belirsizliğini sayısallaştırmaktadır. Bu yöntemle dayanarak Türkiye'ye özgü Ekonomik Ülke Bazlı Belirsizlik (Economic Country-Specific Uncertainty – ECSU) endeksi ise Kılıç ve Ballı (2024) çalışmasında geliştirilmiştir.

Bu çalışmada ECSU endeksi ile BIST 100 endeksi getirileri arasındaki nedensellik ilişkisinin incelenmesi amaçlanmıştır. Böylece pay senedi piyasasının öncü olduğu, ekonomik politika belirsizliğinin öncü olduğu, tarafsızlık ya da çift yönlü etkileşim olduğu hipotezlerinden hangisinin Türkiye için geçerli olduğu araştırılmıştır. Çalışmada Ocak 2006 ile Aralık 2024 dönemine ait aylık veriler kullanılarak ilgili veriler Granger Nedensellik ve Frekans Nedensellik testleri ile test edilmiştir. Bu bağlamda çalışma beş bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde konuya giriş yapılmış, ikinci bölümde literatüre yer verilmiştir. Üçüncü bölümde veri ve yöntemle dair bilgiler verilerek dördüncü bölümde bulgulara değinilmiştir. Son bölümde ise sonuç ve önerilere yer verilmiştir.

1. LİTERATÜR

Ekonomik politika belirsizliği (EPU) ile pay senedi piyasaları arasındaki ilişki, literatürde farklı yöntemlerle kapsamlı biçimde ele alınmıştır. Li vd., (2016), ekonomik politika belirsizliğinin yatırımcıların geleceğe yönelik temettü ve iskonto oranı beklentilerini olumsuz etkilediğini, bunun da pay senedi fiyatlarında düşüşe yol açtığını ortaya koymuştur. Benzer biçimde Ozoguz (2009) iki rejimli model kullanarak ekonomik belirsizlik ile pay senedi getirileri arasında negatif bir ilişki tespit etmiştir. Bu bulgu, ekonomik belirsizlikteki artışların risk algısını yükselterek yatırımcı davranışlarını olumsuz yönde etkilediğini göstermesi bakımından önem arz etmektedir. Aynı doğrultuda, Pástor ve Veronesi (2012) politik belirsizliği politika değişimlerinin varyansı aracılığıyla ölçmüş ve bu değişkenin pay senedi getirileri üzerinde olumsuz etki yarattığını saptamıştır. Böylece farklı dönem ve örneklemeler üzerinden yapılan bu çalışmalar, ekonomik ve politik belirsizliğin finansal piyasalar üzerindeki negatif etkisini ortak biçimde ortaya koymaktadır. Bu bulgulara paralel olarak, Sum (2012) EPU değişimlerinin Euro Bölgesi, Hırvatistan, Norveç, Rusya, İsviçre, Türkiye ve Ukrayna'daki pay senedi getirilerini olumsuz etkilediğini belirtmiştir. Benzer

sonuca ulaşan Phan vd. (2018) çalışmasında ise EPU şoklarının 16 ülke ve 10 ABD sektöründeki pay senedi aşırı getirileri üzerinde asimetrik etkiler yarattığını bulmuştur. Bu sonuç, ekonomik belirsizliğin sadece yönü değil şiddetinin de piyasa tepkilerini farklılaştırdığını göstermektedir. Bu çalışmalar genel olarak ekonomik ve politik belirsizliğin artışının yatırımcı güvenini zayıflatarak pay senedi piyasaları üzerinde baskı yarattığını vurgulamaktadır. Ancak bu ilişkilerin dinamik yapısını açıklayabilmek amacıyla daha sonraki araştırmalarda nedensellik analizleriyle yön ve zaman boyutunun incelendiği görülmektedir.

EPU ile pay senedi piyasaları arasındaki ilişkinin yönü ve zamansal dinamiklerini anlamaya yönelik çalışmalarda genellikle Granger Nedensellik testi ve onun türevleri tercih edilmiştir. Bu kapsamda, Ajmi vd. (2015) çalışması, 1985-2013 dönemine ait günlük verileri kullanarak ekonomik politika belirsizliği ile pay senedi piyasasındaki belirsizlikler arasında çift yönlü nedensellik ilişkisi bulunduğunu ortaya koymuştur. Bu sonuç belirsizliğin hem neden hem de sonuç olabileceğine işaret etmektedir. Benzer şekilde Li vd. (2016) çalışmasında bootstrap (kayan pencere) yaklaşımını uygulayarak Çin ve Hindistan için EPU ile pay senedi getirileri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Bulgular, belirli alt dönemlerde iki yönlü nedensellik ilişkisi bulunduğunu özellikle EPU artışlarının pay senedi getirilerini olumsuz etkilediğini göstermiştir. Bu yönüyle çalışma, belirsizlik ile pay senedi etkileşiminin zamanla değişen karakterine dikkat çekmektedir. Aynı yöntemsel çizgide ilerleyen Wu vd. (2016) ise Konya (2006) tarafından geliştirilen bootstrap panel Granger Nedensellik testini kullanarak dokuz ülke için 2003-2014 dönemini analiz etmiştir. Çalışma sonucunda, ülkeler arasında farklı nedensellik yönlerinin bulunduğu, bazı ülkelerde pay senedi piyasalarının öncü, bazılarında ise EPU'nun belirleyici olduğu ortaya konmuştur. Özellikle Hindistan, İtalya ve İspanya için “pay senedi piyasası öncü hipotezi” desteklenirken, Birleşik Krallık'ta “EPU öncü hipotezi” reddedilememiştir. Bu bulgular Ulusoy ve Pirgaip (2019) tarafından daha geniş bir ülke örnekleme ve daha güncel dönem verileriyle doğrulanmıştır. Yazarlar 2005-2019 döneminde 21 ülke için uyguladıkları bootstrap panel Granger Nedensellik testiyle, gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalar arasında belirgin farklılıklar olduğunu saptamıştır. ABD, Kanada, Güney Kore ve Hindistan gibi ülkelerde pay senedi getirilerinin EPU'nun nedeni olduğu (pay senedi öncü hipotezi) belirlenirken Hong Kong'da EPU'nun, getirileri etkilediği (EPU öncü hipotezi) tespit edilmiştir. Ayrıca Singapur'da iki yönlü nedensellik (geri besleme hipotezi) bulunmuştur. Hong vd. ise (2024) çalışmasında 1997-2022 yılları arasında G7 ve E7 ülkelerindeki ekonomik politika belirsizliği (EPU) ile pay senedi endeksleri arasındaki

nedensellik ilişkisi, gecikmeli artırılmış vektör otoregresif modeline dayalı, zamanla değişen Granger Nedensellik testi kullanarak test etmiştir. Buna göre İngiltere için EPU'dan borsa endeksine doğru bir nedensellik, ABD, Brezilya ve Şili için EPU ile borsa endeksleri arasında çift yönlü nedensellik, diğer ülkeler içinse borsa endekslerinden EPU'ya doğru bir nedenselliğin varlığına dair sonuçlara ulaşılmıştır. Türkiye üzerine yapılan Yıldız (2025) çalışmasında ise ECSU endeksi ile BIST 100 endeksi arasındaki nedensellik ilişkisi Granger Nedensellik testiyle test edilmiştir. Ocak 2010 ile Aralık 2024 yılı arasındaki aylık verilerin kullanıldığı çalışma sonucunda değişkenler arasında herhangi bir nedensellik ilişkisi tespit edilememiştir. Genel olarak bu çalışmalar, nedensellik analizlerinin EPU ile pay senedi ilişkisini anlamada kritik bir rol oynadığını göstermektedir. Bulgular, ülkeler ve dönemler arasında farklı nedensellik yönlerinin bulunabileceğini, dolayısıyla ekonomik politika belirsizliğinin pay senedi piyasaları üzerindeki etkilerinin homojen olmadığını vurgulamaktadır. Bu yönüyle literatür EPU ile pay senedi getirileri arasındaki ilişkinin karmaşık, zamana ve ülke koşullarına bağlı bir yapıya sahip olduğunu göstermektedir.

2. VERİ VE YÖNTEM

Araştırmada Türkiye'ye özel geliştirilen ECSU endeksi ile BIST 100 endeksinin yüzdelik getirisi kullanılmıştır. ECSU endeksi Baker vd. (2016) tarafından geliştirilen metodoloji temel alınarak, önde gelen ulusal gazetelerin dijital arşivlerinden elde edilen “ekonomi” ve “belirsizlik” kavramlarının eş zamanlı kullanımlarına dayalı biçimde Kılıç ve Ballı (2024) tarafından oluşturulmuştur. Veri aralığı, ESCU endeksinin ilk hesaplandığı ay olan Ocak 2006 ile son hesaplandığı ay olan Aralık 2024 tarihleri arasındaki aylık verilerden oluşmaktadır. ESCU endeksine ait veriler <https://www.policyuncertainty.com> internet sitesinden, BIST 100 endeksine ait veriler ise <https://www.investing.com> internet sitesinden alınmıştır.

Çalışmada ilgili değişkenler öncelikle Augmented Dickey-Fuller (ADF) ve Phillips-Perron (PP) birim kök testleri ile test edilmiştir. Dickey ve Fuller'in (1981) çalışmasında geliştirdiği ADF testi, temel birim kök testinin genişletilmiş hâlidir ve hata teriminde olası otokorelasyonu gidermek için bağımlı değişkenin gecikmeli farkları modele dâhil edilir. Phillips ve Perron (1988) çalışmasında geliştirdiği PP testi ise serbestlik derecesi kaybına neden olan gecikmeli fark terimlerini eklemek yerine, hata terimindeki otokorelasyon ve değişen varyans (heteroskedastisite) sorunlarını non-parametrik düzeltmeler aracılığıyla giderir. Her iki test de değişkenlerin durağanlık sınanmasında en çok kullanılan testlerdendir. Zaman serilerinde ekonomik krizler, politika değişimleri veya dışsal şoklar gibi nedenlerle

meydana gelen yapısal kırılmalar, geleneksel birim kök testlerinin yanlış sonuçlar vermesine yol açabilir. Bu sorunu gidermek amacıyla Zivot ve Andrews (1992) çalışmasında, olası bir yapısal kırılmayı içsel olarak belirleyen birim kök testini geliştirmiştir. Zivot ve Andrews testi, durağanlık analizinde kırılma tarihini veri tarafından tahmin eder ve bu kırılmanın düzeyde, trendde veya her ikisinde birden gerçekleşmesine izin verir.

Nedensellik analizleri, değişkenler arasında olası yönlü ilişkileri ortaya koymak ve bu ilişkilerin tahmin edilebilirliğini değerlendirmek amacıyla uygulanmaktadır. Granger Nedensellik testi, değişkenler arasındaki istatistiksel nedenselliği sınamak üzere Granger (1969) tarafından geliştirilmiştir. Bu test, aşağıda verilen modelin tahmin edilmesine dayanmakta olup analiz öncesinde serilerin durağan olması gerekmektedir. Ayrıca modelde yer alan x ve y değişkenlerine ait hata terimlerinin birbirleriyle ilişkisiz olduğu varsayılmaktadır. (Asteriou ve Hall, 2011).

$$y_t = a_1 + \sum_{i=1}^n \beta_i x_{t-i} + \sum_{j=1}^m \gamma_j y_{t-j} + \varepsilon_{1t} \quad (1)$$

$$x_t = a_2 + \sum_{i=1}^n \theta_i x_{t-i} + \sum_{j=1}^m \delta_j y_{t-j} + \varepsilon_{2t} \quad (2)$$

Değişkenler arasındaki nedensellik ilişkilerini incelemek amacıyla literatürde çeşitli test yöntemleri geliştirilmiştir. Bu kapsamda Breitung ve Candelon (2006) iki değişkenli bir vektör otoregresif (VAR) modele ve otoregresif parametreler üzerinde tanımlanan doğrusal bir hipoteze dayanan tek bir test yaklaşımı olan Frekans Nedensellik testini önermiştir. Bu yöntem, elde edilen test istatistikleri aracılığıyla değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisini değerlendirmeye olanak tanımaktadır. Ayrıca analiz sonucunda söz konusu nedensellik ilişkisinin kalıcı mı yoksa geçici mi olduğu da belirlenebilmektedir (Bozoklu ve Yılandı, 2013).

$$M_{a \rightarrow b}(\omega) = \log \left[\frac{2\pi f_x(\omega)}{|\Psi_{11}(e^{-i\omega})|^2} \right] = \log \left[1 + \frac{|\Psi_{12}(e^{-i\omega})|^2}{|\Psi_{11}(e^{-i\omega})|^2} \right] \quad (3)$$

Eşitliğine göre $|\Psi_{12}(e^{-i\omega})| = 0$ ise herhangi bir ω frekansında a değişkeninden b değişkenine doğru bir nedensellik ortaya çıkmayacaktır (Ciner, 2011). Breitung ve Candelon (2006) çalışmalarında nedenselliğin

olmadığını ifade eden sıfır hipotezini test etmek amacıyla farklı bir yöntem önermektedir.

$$\text{Eğer } M_{a \rightarrow b}(\omega) = 0, \left| \Psi_{12}(e^{-i\omega}) \right| = 0 \text{ ise} \quad (4)$$

$$\Psi(L) = \Theta(L)^{-1} G^{-1} \text{ ve } \Psi_{12}(L) = -\frac{g^{22} \Theta_{12}(L)}{|\Theta(L)|} \quad (5)$$

3. BULGULAR

Çalışmada ECSU endeksi ile BIST 100 endeksi getirileri arasındaki nedensellik ilişkisi test edilmesi amaçlanmıştır. Bu kapsamda öncelikle değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler hesaplanmış, aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 3.1: Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Ortalama	Maksimum	Minimum	Standart Sapma	Basıklık	Çarpıklık
BIST 100 Getiri	0.0174	0.2531	-0.2312	0.0811	0.1921	3.5041
ECSU	155.2078	521.2946	49.9036	77.8839	1.8239	8.0585

Tanımlayıcı istatistikler değerlendirildiğinde BIST 100 getiri ortalamasının, standart sapmasından küçük olduğu buna bağlı olarak BIST 100 getirilerinin ortalama etrafında çok yüksek dalgalanma gösterdiği yani getirilerin istikrarsız olduğu görülmektedir. ECSU endeksinin ortalamasının standart sapma değerinden büyük olması ise endeksin belirsizlik düzeyinin genel olarak istikrarlı bir dağılıma sahip olduğunu göstermektedir.

Tablo 3.2: Birim Kök Testleri

Değişkenler	ADF		PP	
	Sabitli	Sabitli Trendli	Sabitli	Sabitli Trendli
BIST 100 Getiri	-3.1727**	-3.5692**	-13.8968*	-14.1232*
ECSU	-5.3599*	-5.3712*	-10.8335*	-10.8687*

Birim kök test sonuçları incelendiğinde her iki değişkenin de düzeyde durağan olduğu tespit edilmiştir. Sonraki tabloda ise Zivot ve Andrews Yapısal Kırılmalı Birim Kök testi sonuçları verilmiştir.

Tablo 3.3: Yapısal Kırılmalı Birim Kök Testi

Değişkenler	Zivot ve Andrews	
	Sabitli	Sabitli Trendli
BIST 100 Getiri	-14.4595*	-14.7331*
ECSU	-5.8112**	-5.8834**

Değişkenlerin yapısal kırılmalı Zivot ve Andrews birim kök testi sonuçları da geleneksel birim kök test sonuçları ile paralel bir şekilde değişkenlerin düzeyde durağan olduğunu göstermektedir. Bu sonuçlara göre değişkenlerin düzey değerleri ile Granger Nedensellik ve Frekans Nedensellik testleri uygulanabilir. Tablo 3.4'te Granger Nedensellik test sonuçları verilmiştir.

Tablo 3.4: Granger Nedensellik Testi

Nedenselliğin Yönü	Lag	F istatistiği	Sonuç
ECSU → BIST 100 Getiri	7	2.1430*	Granger Nedensellik vardır.
BIST 100 Getiri → ECSU	7	1.005	Granger Nedensellik yoktur.

Test sonunda ECSU endeksinden BIST 100 getirilerine doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisinin bulunduğu tespit edilmiştir. Elde edilen sonuçlar, Türkiye'de ekonomik belirsizliklerin pay senedi piyasaları üzerinde etkili olduğunu ancak pay senedi piyasasının belirsizlik algısı üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığını ortaya koymaktadır. Tablo 3.5'te ise Frekans Nedensellik testine dair sonuçlara yer verilmiştir.

Tablo 3.5: Frekans Nedensellik Testi

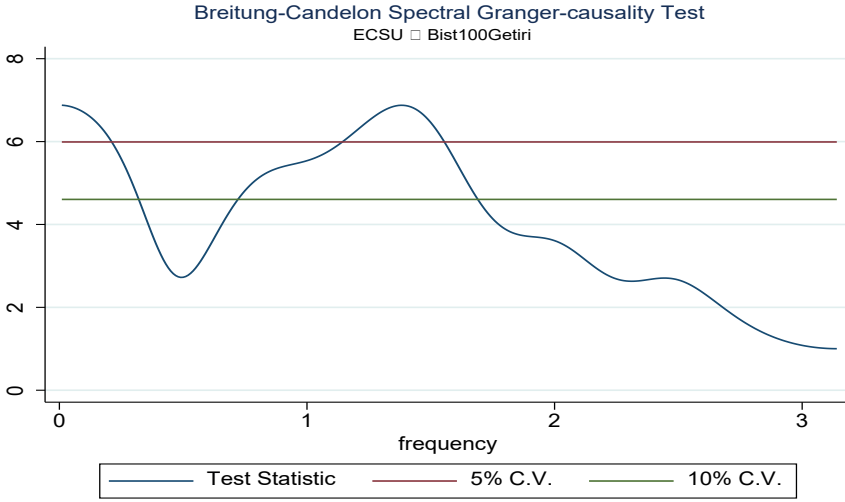
Nedenselliğin Yönü	Uzun Dönem		Orta Dönem		Kısa Dönem	
	0.1	0.5	1	1.5	2	2.5
ECSU → BIST 100 Getiri	6.7023*	2.7257	5.5386**	6.4604*	3.6094	2.6615

**%1 ve **%5 önem seviyesinde anlamlıdır.*

Test sonuçlarına göre ECSU endeksinden BIST 100 getirilerine doğru orta ve uzun dönemde anlamlı bir nedensellik bulunduğu ancak kısa dönemde bu ilişkinin geçerli olmadığı görülmektedir. Bu sonuç, ekonomik politika belirsizliğinin pay senedi piyasalarını hemen değil, zaman içinde birikimli etkiler yoluyla etkilediğini göstermektedir. Başka bir ifadeyle, yatırımcılar kısa vadede belirsizlik değişimlerine sınırlı tepki verirken orta ve

uzun vadede belirsizlik ortamının yatırım kararları ve fiyatlama davranışları üzerinde belirgin etkiler yarattığı görülmektedir. Frekans Nedensellik testine dair grafik aşağıda verilmiştir:

Grafik 3.1.Frekans Nedensellik Testi



4. SONUÇ VE ÖNERİLER

Küresel ekonomide artan belirsizlikler, özellikle finansal piyasalar üzerinde önemli etkiler yaratmaktadır. Ekonomik, politik ve jeopolitik gelişmeler, yatırımcı davranışlarını ve piyasa dinamiklerini doğrudan etkileyerek varlık fiyatlarında dalgalanmalara neden olmaktadır. Bu bağlamda, ekonomik politika belirsizliği (EPB) kavramı, son yıllarda hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler açısından finansal istikrarın belirleyici unsurlarından biri olarak öne çıkmıştır. Ekonomik politika belirsizliğinin pay senedi piyasaları üzerindeki etkisinin incelenmesi, yatırımcı beklentilerinin ve risk algısının anlaşılması açısından büyük önem taşımaktadır. Bu çalışma, söz konusu ilişkiyi Türkiye örneği üzerinden ele alarak, belirsizliğin finansal piyasalardaki yansımalarını ortaya koymayı amaçlamaktadır. Bu amaçla Türkiye'ye özel geliştirilen Ekonomik Ülke Bazlı Belirsizlik (ECSU) endeksi ile BIST 100 endeksi getirileri arasındaki etkileşim, 2006-2024 dönemine ait aylık veriler kullanılarak Granger ve Frekans Nedensellik testleri yardımıyla analiz edilmiştir. Granger Nedensellik test sonuçları, ekonomik politika belirsizliğinden pay senedi getirilerine doğru tek yönlü bir nedensellik bulunduğunu ortaya koymaktadır. Dolayısıyla Türkiye pay piyasalarının,

belirsizlik karşısında reaktif bir yapıya sahip olduğunu diğer bir ifade ile belirsizlik düzeyindeki değişimlere tepki verdiğini ancak belirsizliği belirleyen bir unsur olarak işlev görmediğini göstermektedir. Elde edilen sonuçlar literatürde yer alan Wu vd. (2016), Liv vd., (2016), Ulusoy ve Pirgaip (2019) çalışmasının sonuçları ile kısmen örtüşmektedir.

Frekans Nedensellik test sonuçlarına göre ekonomik politika belirsizliğindeki değişiklikler kısa vadede BIST 100 endeksinin getirileri üzerinde belirgin bir etki yaratmamakta ancak orta ve uzun vadede nedensel etkiler yaratmaktadır. Bu durum yatırımcıların kısa vadeli belirsizlik değişimlerine sınırlı tepki verdiğini ancak belirsizliğin süreklilik kazandığı dönemlerde yatırım kararları, risk algısı ve fiyatlama davranışlarının etkilendiğini göstermektedir. Dolayısıyla ekonomik politika belirsizliğinin sermaye piyasaları üzerindeki etkisi birikimli ve zaman gecikmeli biçimde ortaya çıkmaktadır. Bu bulgu literatürde yer alan Bloom (2009), Brogaard ve Detzel (2015) gibi çalışmalarla da uyumludur. Söz konusu araştırmalar da belirsizlik şoklarının yatırımcı güvenini zayıflattığını ve piyasa volatilitasını artırdığını göstermektedir.

Elde edilen sonuçlar, Türkiye özelinde ekonomik politika belirsizliğinin öncü değişken rolü oynadığını dolayısıyla “ekonomik politika belirsizliğinin öncü olduğu hipotezini” desteklediğini göstermektedir. Politika yapım sürecindeki öngörülemezlik, ekonomik karar alma mekanizmalarını geciktirmekte ve finansal piyasalarda risk primlerinin yükselmesine yol açmaktadır. Bu bağlamda politika belirsizliğindeki değişimlerin finansal piyasalarda doğrudan bir baskı yarattığı ve yatırımcı beklentilerini şekillendirdiği söylenebilir. Dolayısıyla bu etkinin özellikle makroekonomik istikrarın zayıfladığı, para politikası yönünün belirsizleştiği veya düzenleyici çerçevenin sık değiştiği dönemlerde daha belirgin hâle geleceği ifade edilebilir.

Bu sonuçlar hem politika yapıcılar hem de yatırımcılar açısından önemli çıkarımlar sunmaktadır. Sonuçlar politika yapıcılar açısından ekonomik belirsizliğin azaltılması, makroekonomik istikrarın korunması ve yatırım ortamının güçlendirilmesi için kritik önemdedir. Özellikle para ve maliye politikalarının koordinasyonunun sağlanması, düzenleyici kurumların öngörülebilirlik düzeyinin artırılması ve şeffaf iletişim stratejilerinin uygulanmasının, belirsizlik algısını azaltarak finansal piyasaların istikrarına katkı sağlayacağı söylenebilir. Ayrıca ekonomik politika değişikliklerinin öngörülebilir biçimde duyurulması ve karar süreçlerinin tutarlılığı, yatırımcı güvenini destekleyecektir. Yatırımcılar açısından ise ECSU endeksinin izlenmesi, piyasalardaki belirsizlik dinamiklerinin daha iyi anlaşılmasına imkân tanıyacaktır. Belirsizlik düzeyinin yükseldiği dönemlerde yatırımcıların

portföylerini çeşitlendirerek riskleri azaltmalarının, pay senedi piyasasındaki potansiyel kayıpları sınırlamalarına ve uzun vadede daha istikrarlı getiriler elde etmelerine katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Ayrıca yatırımcıların, belirsizliğin yükseldiği dönemlerde finansal varlıkların daha temkinli fiyatlanmasını dikkate alarak uzun vadeli yatırım stratejilerini bu koşullara uyumlu biçimde revize etmeleri gerekmektedir.

Sonuç olarak Türkiye örneğinde ekonomik politika belirsizliği ile pay senedi getirileri arasında tek yönlü ve zamanla güçlenen bir nedensellik ilişkisi olduğu görölmektedir. Bu durum, politika belirsizliğinin yalnızca makroekonomik göstergeleri değil finansal piyasaların davranışsal dinamiklerini de etkilediğini ortaya koymaktadır. Ekonomik belirsizliğin kalıcı biçimde azaltılabilmesi için şeffaf, tutarlı ve öngörülebilir bir politika çerçevesinin benimsenmesi gerekmektedir. Böyle bir ortam hem piyasa güvenini artıracak hem de Türkiye ekonomisinin finansal derinleşme sürecine olumlu katkı sunacaktır. Bundan sonra yapılacak benzer çalışmalarda daha farklı yöntemlerin kullanılması ve farklı ülkelerin verilerinin de analize dâhil edilmesi, sonuçların genelleştirilmesi anlamında literatüre katkı sağlayacaktır.

6. Kaynaklar

- Ajmi, A. N., Aye, G. C., Balcilar, M., El Montasser, G. ve Gupta, R. (2015). Causality between US economic policy and equity market uncertainties: Evidence from linear and nonlinear tests. *Journal of Applied Economics*, 18(2), 225-246.
- Alao, E. M. ve Adebawojo, O. (2012). Risk and uncertainty in investment decisions: An overview. *Arabian Journal of Business and Management Review* (OMAN Chapter), 2(4), 53.
- Asteriou, D. ve Hall, S. (2011). *Applied econometrics* (2nd ed.). New York, NY: Palgrave Macmillan.
- Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2016). Measuring economic policy uncertainty. *The quarterly journal of economics*, 131(4), 1593-1636.
- Bloom, N. (2009). The impact of uncertainty shocks. *Econometrica*, 77(3), 623-685.
- Brogaard, J. ve Detzel, A. (2015). The asset-pricing implications of government economic policy uncertainty. *Management science*, 61(1), 3-18.
- Bozoklu, S. ve Yilanci, V. (2013). Energy consumption and economic growth for selected OECD countries: Further evidence from the Granger causality test in the frequency domain. *Energy Policy*, 63, 877-881.
- Breitung, J. ve Candelon, B. (2006). Testing for short-and long-run causality: A frequency-domain approach. *Journal of Econometrics*, 132(2), 363-378.
- Bywater, N. (2011). *Reflecting uncertainty in valuations for investment purposes: A brief guide for users of valuations*. RICS User Guide, Global. London: RICS.
- Ciner, C. (2011). Eurocurrency interest rate linkages: A frequency domain analysis. *International Review of Economics & Finance*, 20(4), 498-505.
- Dickey, D. A. ve Fuller, W. A. (1981). Likelihood ratio statistics for autoregressive time series with a unit root. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 1057-1072.
- Economic Policy Uncertainty Index, <https://www.policyuncertainty.com/>, Erişim Tarihi: 21.05.2025
- Fernandez-Villaverde, J., Guerrón-Quintana, P., Kuester, K. ve Rubio-Ramírez, J. (2015). Fiscal volatility shocks and economic activity. *American Economic Review*, 105, 3352-3384.
- Friedman, M. (1968). The role of monetary policy. *American Economic Review*, 58, 1-17.
- Graham J.R. ve Harvey, C.R. (2001) The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60(2-3), 187-243.

- Granger, C. W. (1969). Investigating causal relations by econometric models and cross-spectral methods. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 424-438.
- Hargitay, S. E. ve Yu, S. (1993). *Property investment decisions: A quantitative approach*. London: E.&F.N. Spon.
- Hassett, K. A. ve Metcalf, G. E. (1999). Investment with uncertain tax policy: Does random tax policy discourage investment? *Economic Journal*, 109, 372-393.
- Hong, Y., Zhang, R. ve Zhang, F. (2024). Time-varying causality impact of economic policy uncertainty on stock market returns: Global evidence from developed and emerging countries. *International Review of Financial Analysis*, 91, 102991.
- Investing, Türkiye, Piyasalar, <https://tr.investing.com/indices/turkey-indices>, Erişim Tarihi: 21.05.2025
- Jackson, C. ve Orr, A. (2019). Investment decision-making under economic policy uncertainty. *Journal of Property Research*, 36(2), 153-185.
- Kilic, I. ve Balli, F. (2024). Measuring economic country-specific uncertainty in Türkiye. *Empirical Economics*, 67(4), 1649-1689.
- Knight, F. H. (1921). Risk, uncertainty and profit. Boston: Houghton Mifflin.
- Kónya, L. (2006). Exports and growth: Granger causality analysis on OECD countries with a panel data approach. *Economic Modelling*, 23(6), 978-992.
- Li, X. L., Balcilar, M., Gupta, R. ve Chang, T. (2016). The causal relationship between economic policy uncertainty and stock returns in China and India: Evidence from a bootstrap rolling window approach. *Emerging Markets Finance and Trade*, 52(3), 674-689.
- Ling, D. C., Naranjo, A. ve Scheick, B. (2014). Investor sentiment, limits to arbitrage and private market returns. *Real Estate Economics*, 42(3), 531-577.
- Ozoguz, A. (2009). Good times or bad times? Investors' uncertainty and stock returns. *The Review of Financial Studies*, 22(11), 4377-4422.
- Pastor, L. ve Veronesi, P. (2012). Uncertainty about government policy and stock prices. *The Journal of Finance*, 67(4), 1219-1264.
- Phan, D. H. B., Sharma, S. S. ve Tran, V. T. (2018). Can economic policy uncertainty predict stock returns? Global evidence. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 55, 134-150.
- Phillips, P. C. ve Perron, P. (1988). Testing for a unit root in time series regression. *Biometrika*, 75(2), 335-346.
- Rodrik, D. (1991). Policy uncertainty and private investment in developing countries. *Journal of Development Economics*, 36, 229-242.
- Sum, V. (2012). Economic policy uncertainty and stock market performance: Evidence from the European Union, Croatia, Norway, Russia, Switzer-

- land, Turkey and Ukraine. *Journal of Money, Investment and Banking* 25, 99-104.
- Toma, S. V., Chiriță, M. ve Şarpe, D. (2012). Risk and uncertainty. *Procedia Economics and Finance*, 3, 975-980.
- Ulusoy, M. K. ve Pirgaip, B. (2019). The causal relationship between economic policy uncertainty and stock market returns. *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 23(4), 2239-2251.
- Wu, T. P., Liu, S. B. ve Hsueh, S. J. (2016). The causal relationship between economic policy uncertainty and stock market: A panel data analysis. *International Economic Journal*, 30(1), 109-122.
- Zivot, E. ve Andrews, D.W.K. (1992) Further evidence on the great crash, the oil price shock, and the unit root hypothesis, *Journal of Business and Economic Statistics*, 10 (3), 251-70.