

Ekonomi Politikası ve Para Politikası Belirsizliklerinin Yatırımcı Davranışı Üzerine Etkisi: Yeni Sanayileşmiş Ülkeler Örneği

Turgay MÜNYAS¹ –Gülden KADOOĞLU AYDIN²

Öz

Belirsizlikler, finansal piyasa katılımcılarının kararlarını etkileyerek birçok makroekonomik faktörü olumsuz yönde etkilemektedir. Söz konusu belirsizlikler, makroekonomik faktörlerdeki bozulmaları tetikleyerek ekonomi politikası yapıcılarının karar alma süreçlerini zorlaştırmaktadır. Bu durum, finansal piyasa katılımcılarını ekonomi politikası belirsizliği ve para politikası belirsizliği olmak üzere iki ana belirsizlik türü ile karşı karşıya bırakmaktadır. Söz konusu belirsizlikler, sermaye piyasalarında yatırım yapan yatırımcıların davranışları üzerinde endişe yaratmakta ve finansal piyasalarda dalgalanmalara neden olmaktadır. Araştırmanın amacı, ekonomi politikası belirsizliğinin ve para politikası belirsizliğinin borsa yatırımcılarının davranışları üzerindeki etkisini incelemektir. Çalışma, Mart 2009 ile Mart 2023 arasındaki döneme ait veriler kullanılarak Westerlund (2008) Panel Eşbütünleşme Testi ile analiz edilmiştir. Analizin ilk aşamasında, para politikası belirsizliğinin yatırımcı davranışları üzerindeki olumsuz etkileri tespit edilmiştir. Ayrıca, çalışma kapsamında ekonomi politikası belirsizliği endeksi de incelenerek belirsizliklerin tutarlı etkileri sorgulanmıştır. Sonuçlar, ekonomi politikası ve para politikası belirsizliklerinin yatırımcı davranışlarını olumsuz yönde etkilediğini göstermiştir. Ek olarak, ekonomi politikası belirsizliğinin para politikası belirsizliğine kıyasla daha olumsuz etkilere sahip olduğu belirlenmiştir.

Anahtar Sözcükler: Ekonomi Politikası Belirsizliği, Para Politikası Belirsizliği, Yatırımcı Davranışı, Panel Eşbütünleşme Testi.

JEL Kodları: C33, E52, E58

The Effect of Economic Policy and Monetary Policy Uncertainties on Investor Behavior: Example of Newly Industrialized Countries

Abstract

Uncertainties negatively affects many macroeconomic factors by affecting the decisions of financial market participants. These uncertainties trigger deteriorations in macroeconomic factors, making the decision-making processes of economic policy makers difficult. This situation leaves financial market participants faced with two main types of uncertainty: economic policy uncertainty and monetary policy uncertainty. These uncertainties create concern about the behavior of investors investing in capital markets and cause fluctuations in financial markets. The aim of the research is to examine the effect of economic policy uncertainty and monetary policy uncertainty on the behavior of stock market investors. The study was analyzed with Westerlund (2008) Panel Cointegration Test using data for the period between March 2009 and March 2023. In the first stage of the analysis, the negative effects of monetary policy uncertainty on investor behavior were identified. In addition, within the scope of the study, the economic policy uncertainty index was also examined and the consistent effects of uncertainties were questioned. The results showed that economic policy and monetary policy uncertainties negatively affect investor behavior. In addition, it has been determined that economic policy uncertainty has more negative effects than monetary policy uncertainty.

Keywords: Economic Policy Uncertainty, Monetary Policy Uncertainty, Investor Behavior, Panel Cointegration Test.

JEL Codes: C33, E52, E58

¹ Doç. Dr., İstanbul Okan Üniversitesi, İşletme Bölümü, turgay.munyas@okan.edu.tr, ORCID ID: 0000-0002-8558-2032

² Sorumlu Yazar, Dr. Öğr. Üyesi, Harran Üniversitesi, Birecik Meslek Yüksekokulu Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Bölümü, guldenka@harran.edu.tr, ORCID ID: 0000-0003-4214-5673

<https://doi.org/10.33203/mfy.1396689>

Geliş Tarihi/Submitted : 27 Kasım 2023

Kabul Tarihi/Accepted : 14 Mart 2025

The content of this journal is licensed under the Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International License (CC BY-NC 4.0).



Extended Summary

Uncertainties adversely affect many macroeconomic factors by affecting the decisions of financial market participants. These uncertainties trigger deterioration in macroeconomic factors and complicate the decision-making processes of economic policy makers. This situation confronts financial market participants with two main types of uncertainty: economic policy uncertainty and monetary policy uncertainty. These uncertainties create concerns over the behavior of investors investing in capital markets and cause fluctuations in financial markets. Monetary policies are the policies used by central banks to ensure price stability and implemented by the institutions responsible for economic management in the country to achieve the targets set by the institutions responsible for economic management in the country in terms of growth, inflation and income distribution. Studies on economic policy uncertainty and monetary policy uncertainty generally indicate that the source of uncertainty is an unexpected change in the Fed Funds target interest rate in futures markets. Many papers in the literature have analyzed the effects of monetary policy uncertainty on macroeconomic variables for different countries or groups of countries using various econometric techniques.

The financial market indicators that the analysis focuses on include economic policy uncertainty, monetary policy uncertainty, stock market index, economic growth, exchange rate and bond interest rate. The purpose of the study is to determine the extent to which the disproportionate relationship between central banks and variables such as the stock market, interest rates, exchange rates and growth rates affects the economy in an uncertain environment. Within the scope of the analysis of the study, horizontal cross-section and horizontal cross-section dependence tests specific to panel data analysis, unit root tests for unit root analysis, panel cointegration tests and panel regression model estimator are included.

The research covers economic growth, bond interest rates and exchange rates, which are considered as the main factors affecting investor behavior. In addition to these, economic policy uncertainty and monetary policy uncertainty are also included and analyzed in the models. Thus, when focusing on investor behavior, both monetary policy uncertainty and economic policy uncertainty are integrated into the analysis. The results show that investor behavior is affected by exchange rate, bond yield, economic policy uncertainty and monetary policy uncertainty in the long run.

In the long run, increases in monetary policy and economic policy uncertainties, i.e. an insecure environment for investors, lead to a decline in stock market indices. However, increases in economic policy uncertainties have a more negative impact on stock market indices than monetary policy uncertainties. The monetary policy uncertainty index is actually one of the sub-indices of economic policy uncertainty. Therefore, the estimated models are mutually reinforcing. The analysis reveals that monetary policy and economic

policy uncertainty have a negative impact on investor behavior in the long run. This finding is in line with the studies of Korkmaz and Güngör (2018); Gürsoy and Zeren (2022); Ilgın (2022) and Holden et al. (2024).

The findings reveal that uncertainties in economic and monetary policy have significant effects on investor sentiment. In this context, governments and policymakers should take various initiatives to reduce political uncertainty. In this process, regular audits and taking necessary steps to eliminate or minimize uncertainties in government policies are of great importance. In addition, it is necessary to monitor possible changes and their possible effects against uncertainties, to provide information to investors in this regard and to ensure that the necessary information channels are uninterrupted and accessible. All these results provide an important contribution for investors and policymakers who want to understand the impact of monetary policy uncertainties and economic policy uncertainties on investor behavior.

1. Giriş

Para politikası, para arzı, döviz kuru, faiz oranı, enflasyon, işsizlik ve ekonomik büyüme gibi mikroekonomik ve makroekonomik değişkenlerin yönetimini kapsamaktadır. Para politikası belirsizliği, ekonomide para otoritesi olan düzenleyici ve denetleyici kurumların geleceğe yönelik para politikası hedef ve eylemleri hakkındaki belirsizliği ifade etmektedir. Para otoritesinin hedef ve eylemleriyle ilgili belirsizlik, hane halkları ve işletmeler gibi piyasa katılımcılarının geleceğe dair beklentilerini ve ekonomik kararlarını olumsuz yönde etkilemektedir. Para politikalarındaki belirsizliğin temel nedenleri arasında, para otoritesinin politika değişiklikleri, politik istikrarsızlıklar, mikroekonomik ve makroekonomik verilerdeki değişimler ve para otoritesinin piyasa ile iletişim sorunları yer almaktadır. Bu belirsizliğin yol açtığı önemli sonuçlar arasında, ekonomilerde yatırım belirsizliğinin artış göstermesi, fiyat değişim oranlarının yükselmesi, ekonomik büyüme ve istihdamda bozulmaların meydana gelmesi ve döviz kurlarında dalgalanmaların artması bulunmaktadır.

Ekonomik teori, belirsizliklerin ekonomik aktiviteyi ve yatırımcı davranışını nasıl etkilediğine dair çeşitli modeller sunmaktadır. Bu modellerin en önemlileri Rasyonel Beklentiler Teorisi ve Keynesyen Belirsizlik Teorisi'dir.

Rasyonel Beklentiler Teorisi, 1961 yılında J. Muth'un "Rasyonel Beklentiler ve Fiyat Hareketleri Teorisi" adlı çalışmasıyla literatürde yer almıştır (Arıcan, 1999). Çalışmada, enflasyonist dönemlerde ekonomik karar alıcıların uyumcu beklentiler yerine rasyonel beklentiler çerçevesinde hareket etmeye başladığı belirtilmiştir. Yatırımcıların uygulanan ekonomi politikalarına karşı aktif bir pozisyon aldıkları tespit edilmiştir. Ekonomik birimlerin, ekonomik politikaların ve uygulamaların yaratacağı etkiler karşısında tam bir bilgiye sahip oldukları varsayılmaktadır (Aktan, 2020).

Teori, ekonomik birimlerin tüm bilgilere önceden sahip olduklarını, sistematik hata yapmadıklarını, hata yapsalar bile bunu tekrarlamadıklarını ve rasyonel davrandıklarını kabul eden ve enflasyon sorunu ile mücadele edebilmek için geliştirilmiş kurumsal bir yaklaşımdır (Karaçor, 2014).

Keynesyen Belirsizlik Teorisi ise ekonomik birimlerin belirsizlik altında karar verme durumunu incelemektedir. Bu teori, ekonomik birimlerin tam bilgiye sahip olmadıklarını ve belirsizlik altında karar verdiklerini varsaymaktadır (Sümer ve Mola, 2022).

Teori, belirsizliğin ön planda olduğunu vurgular. Belirsizliğin, ekonomik birimlerin karar almalarını olumsuz etkileyen bir unsur olduğunu varsaymaktadır. Bu durumun bir sonucu olarak, para politikalarındaki belirsizliklerin ekonomik birimlerin davranışlarını olumsuz etkilediğini, ekonomik birimlerin karar almaktan kaçınacağını, tüketim ve yatırım kararlarını erteleyeceklerini öne sürmektedir.

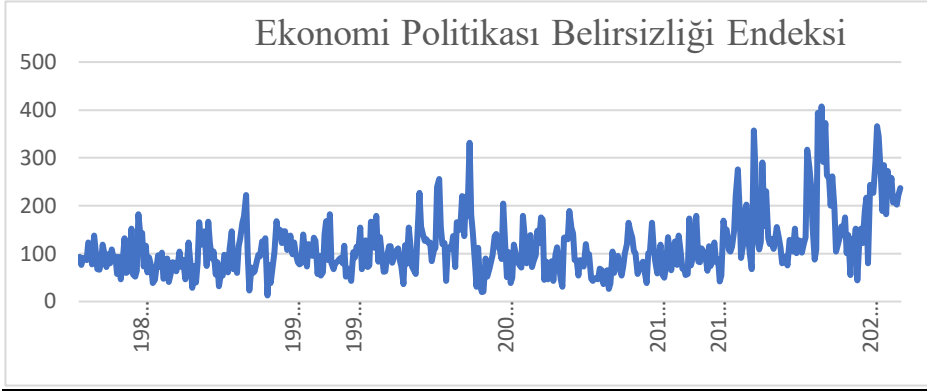
Mart 2000'de başlayan Dot-com Krizi, 2008'deki küresel ekonomik kriz, 2019'da Çin

ile Amerika Birleşik Devletleri arasında başlayan ticaret savaşları ve Kasım 2019'da patlak veren COVID-19 pandemisi gibi olaylar, uluslararası piyasalardaki potansiyel risklere karşı tüm ekonomileri savunmasız bırakmaktadır. Bu hem bölgesel hem de küresel olaylar, ekonomide artan belirsizliklere yol açmaktadır. Bahsi geçen bu süreçlerde merkez bankalarının uyguladıkları mevcut politikaların yetersiz olduğu sonucunu ortaya çıkarmaktadır. Merkez bankaları bu süreçte karşılaştıkları problemleri aşmak için yeni yöntemler uygulamaya başlamışlardır. Bu yöntemler, niceliksel parasal gevşeme, niceliksel kredi gevşemesi, sıfır ya da negatif faiz politikası, makro ve mikro ihtiyati önlemler ve ileriye dönük rehberlik olarak karşımız çıkmaktadır (Eğilmez, 2020).

Bu artan belirsizlikler, politika yapıcılarının kullandıkları politika araçlarını yeniden değerlendirmelerini gerektirmiştir. Söz konusu olaylar, ekonomik faaliyetleri etkileyerek politika yapıcılarının geleneksel olmayan politika araçlarının tasarım ve uygulama süreçlerini hızlandırmalarına neden olmuştur. Geleneksel olmayan politika araçlarının tasarım ve uygulama süreçleri, aktarım mekanizmalarının işleyişini daha da belirsiz hale getirmiştir. Bu durum, politika yapıcılarının işini zorlaştırmış ve politika yapıcılarına olan güveni sorgulamaya neden olmuştur.

Ekonomi politikası belirsizliği, ekonomik temeller üzerinde önemli bir olumsuz etkiye sahip olabilir. Özellikle yüksek faizli mortgage krizi gibi dönemlerde bu belirsizlik daha belirgin hale gelir ve ekonomik toparlanma ile büyüme süreçlerini etkileyebilir. Yüksek düzeyde ekonomik belirsizlik, şirketlerin yatırım projelerini ertelemelerine ve finansman kararlarını daha temkinli bir şekilde yapmalarına neden olabilir. Bu durum, ekonominin genel sağlığı üzerindeki etkilerini artırabilir.

Baker vd. (2013) tarafından ilk olarak gerçekleştirilen ekonomik politika belirsizliği endeksi günümüzde çokça kullanılan belirsizlik ölçütlerinden biridir. Öncelikle Baker vd. (2013) ABD, Almanya, Brezilya, Fransa, Hindistan, Güney Kore, Kanada, Meksika, İngiltere, İtalya ve Rusya için ekonomik politika belirsizliği endeksi geliştirmiştir. Baker vd.'nin (2016) oluşturduğu Ekonomik Politika Belirsizliği (EPB) endeksi, günümüzde akademisyenler ve politika yapıcılarının ilgisini çeken ve araştırmalarına konu olan bir konu olmuştur. EPB'nin çeşitli finansal piyasalar ve ekonomik göstergeler üzerindeki etkileri teorik olarak çeşitli yollarla açıklanabilir. Öncelikle, EPB kamu otoritelerince piyasalar için öngörülen koruyucu tedbirlerin potansiyel değerini azaltarak finansal piyasalardaki riskleri artırabilir.

Grafik 1*Ekonomi Politikası Belirsizlik Endeksi*

Kaynak: <https://sites.google.com/site/lucasfhusted/data> (Çevrimiçi, 24/06/2024)

Bu belirsizlik, şirketler ve diğer ekonomik birimler tarafından yapılan yatırım, tasarruf ve tüketim kararlarını etkileyebilir. Ayrıca, EPB arz ve talebi de etkileyerek yatırım yapma oranlarının düşmesine, üretim ve finansman maliyetlerinin artmasına ve ekonomik daralmaya yol açabilir. EPB ayrıca faiz oranlarını, beklenen risk primlerini ve enflasyonu da etkilemektedir (Batabyall & Killins, 2021, ss.1-2).

Para politikası belirsizliklerinin küresel ölçekteki etkileri ve bu etkilerin derecesi, piyasa araştırmacıları ve konuyla ilgilenen uzmanlar tarafından sıkça incelenmektedir. Husted vd. 2020 yılında, para politikası belirsizliği ile ilgili gazete haberlerinde sıkça geçen anahtar kelimeleri kullanarak yeni bir Para Politikası Belirsizliği Endeksi (Monetary Policy Uncertainty - MPU) geliştirmiştir.

Grafik 2*Para Politikası Belirsizlik Endeksi*

Kaynak: <https://sites.google.com/site/lucasfhusted/data> (Çevrimiçi, 15/06/2024)

Grafik 1’de, Para Politikası Belirsizlik Endeksinin 1985 ile 2023 yılları arasında gösterdiği eğilim sunulmuştur. Grafikte görüldüğü üzere, endeksin yüksek olduğu dönemler, ekonomik ve politik istikrarsızlıkların arttığı ve merkez bankalarının uyguladıkları para politikalarında belirsizliklerin yükseldiği dönemlerdir. Bu dönemler arasında 2007-2008 küresel finansal krizi, 2011 Avrupa borç krizi, 2016 Brexit referandumu ve COVID-19 pandemi dönemi bulunmaktadır. Düşük belirsizlik dönemleri ise, 1985 ile 2000 yılları arasındaki dönemdir.

2020 yılında Husted vd. tarafından geliştirilen Para Politikası Belirsizliği Endeksi, para politikası belirsizliğinin yeni sanayileşmiş ülkeler grubu olarak tanımlanan 10 ülkenin sermaye piyasası yatırımcılarının davranışları üzerindeki etkisini incelemek için kullanılmıştır. Bu ülkeler: Brezilya, Endonezya, Filipinler, Güney Afrika, Hindistan, Malezya, Meksika, Tayland, Türkiye ve Şanghay’dır.

“Yeni sanayileşmiş ülkeler, gelişmeye devam eden ancak gelişmiş ülkelerin bir alt grubunda, gelişmekte olan ülkelerin ise bir üst grubunda bulunan ülkeler olarak nitelendirilmektedir. Bu sınıflandırma türü Brandt Komisyonu Raporu’nda ve OECD’nin gelişmekte olan ülkeleri sınıflama sisteminde yer almaktadır.” (Çadircı ve Kaya, 2023).

İncelemenin odaklandığı finansal piyasa göstergeleri arasında ekonomi politikası belirsizliği, para politikası belirsizliği, borsa performansları, ekonomik büyüme, döviz kuru ve tahvil faiz oranı bulunmaktadır. Bu çalışmada, ekonomi politikası belirsizliği ve para politikası aktarım mekanizmasındaki belirsizlikler ile makroekonomik faktörler arasındaki ilişki incelenmiş ve sermaye piyasası yatırımcısının yatırım davranışı üzerindeki etkileri araştırılmıştır. Çalışmanın temel amacı, ekonomi politikası ve para politikası belirsizliğinin sermaye piyasası yatırımcısının yatırım davranışlarına olan etkisini ortaya koymaktır.

2. Literatür İncelemesi

Ekonomi politikası belirsizliği ve para politikası belirsizliği üzerine yapılan çalışmalar, belirsizliğin kaynağının genellikle Fed Funds hedef faiz oranında vadeli işlem piyasalarının beklenmeyen bir değişiklik olduğunu belirtmektedir. Literatürde yer alan pek çok makale, para politikası belirsizliğinin makroekonomik değişkenler üzerindeki etkilerini, çeşitli ekonometrik teknikler kullanarak farklı ülkeler veya ülke grupları bazında incelemiştir.

Yabancı Literatürde para politikası şoklarının döviz kuru üzerindeki etkisinin incelendiği çalışma sayısı oldukça fazladır. Para politikası şoklarının döviz kurları üzerindeki etkilerine ilişkin yapılan ilk çalışmalar Eichenbaum ve Evans (1995), Faust vd. (2002) ve Faust vd. (2003) yapmış olduğu çalışmalar olarak karşımıza çıkmaktadır. Faust vd. (2023) uluslararası bir vektör otoregresyonda para politikası şoklarının etkilerini belirlemeye yönelik yapmış oldukları çalışmada Fed Funds vadeli işlem sözleşmelerinin fiyatlarına ilişkin yüksek frekanslı verileri kullanmışlardır. FOMC günlük Federal Rezerv politika kararının sürpriz bileşeninin döviz kuru ve yabancı faiz oranı gibi finansal

değişkenler üzerindeki etkisini ölçmüşlerdir. Politika şoklarının büyük UIP (Karşılanmayan Faiz Paritesi) sapmaları yarattığı bulgusuna ulaşmışlardır.

Para politikası şoklarının çeşitli makroekonomik değişkenler üzerindeki etkilerini tespit etmek isteyen Bhuiyan (2012) çalışmasında, para politikası şokunun likidite etkisinin ve kur etkisinin hemen gerçekleştiğini, sanayi üretiminin ise yarım yıldan fazla gecikmeli tepki verdiğini ve enflasyon oranının bir yıldan fazla gecikmeli tepki verdiğini belirtmiştir.

Yatırım GCC ülkelerin ekonomik büyümelerinde son yıllarda etkili olan iç talebin ikinci önemli bileşenidir. Körfez ülkeleri arasında en fazla doğrudan yabancı yatırıma sahip ülkelerde dış talepte petrol fiyatındaki patlama nedeniyle ekonomik büyüme yaşanmıştır. Sonrasında petrol fiyatlarındaki düşüş ile dış talepte meydana gelen azalış ülkelerdeki tüketimi ve yatırımı azaltmıştır. Yaşanan para politika şoklarının en çok hangi bileşenden etkilendiğini tespit etmek için Ziaei (2014) bir çalışma yapmıştır. Çalışma sonucunda elde edilen bulgular GCC ülkelerinde, eş zamanlı katsayıların çoğu ülkede (Kuveyt hariç) faiz oranının parasal toplamdaki beklenmedik artışa olumlu tepki verdiğini göstermektedir. Aynı zamanda sonuçlar, 1 ila 4 yıl arasındaki para politikası faiz oranı (Kuveyt hariç) GSYİH'nın diğer bileşenlerine göre KİK ülkelerinde yatırım üzerinde daha fazla etkiye sahip olduğunu ve GCC ülkelerinde yatırımın GSYİH'nın ilk ve kalan bileşenlerinin para politikası şoklarından en çok etkilenen ikinci değişken da olduğunu göstermektedir.

Polonya ekonomisinin para politikası ve döviz kuru şoklarına verdiği tepkilerde önemli bir zamansal değişim olup olmadığını araştıran Arratibel ve Michaelis (2014), çalışmada kullandıkları makroekonomik değişkenlerin faiz ya da döviz kuru şoklarına karşı zaman içinde değişim gösterdiğini tespit etmişlerdir.

Cai (2018) yapmış olduğu çalışmada para politikası belirsizliğinden hisse senedi getirisine doğru uluslararası yayılmaları Yeni Zelanda ve Avustralya'da analiz etmek istemiştir. Ampirik bulgular, 2009 yılı sonunda Avrupa'da yaşanan borç krizinden sonraki dönemde Avustralya'daki hisse senetleri üzerinde para politikası belirsizliğinin negatif ve tek yönlü etkisinin olduğunu ve Yeni Zelanda için ise hisse senedi getirilerinin izleyen yıldan sonra olumsuz etkilerle para politikası belirsizliğine doğru tek yönlü nedenselliği göstermektedir. Peng vd. (2018) çalışmasında, G7 ve BRIC ülkelerindeki ekonomik politika belirsizliğinin borsa getirileri ile olan ilişkisi incelenmiştir. Çalışma sonucunda, İngiltere ve Fransa dışındaki ülkelerde ekonomik politika belirsizliğinin borsa getirileri üzerinde azaltıcı bir etkisi olduğunu tespit etmişlerdir.

Peng vd. (2018) çalışmasında, G7 ve BRIC ülkelerindeki ekonomik politika belirsizliğinin borsa getirileri ile olan ilişkisi incelenmiştir. Çalışma sonucunda, İngiltere ve Fransa dışındaki ülkelerde ekonomik politika belirsizliğinin borsa getirileri üzerinde azaltıcı bir etkisi olduğunu tespit etmişlerdir.

Alqahtani ve Martinez (2020), ABD ve küresel ekonomi politika belirsizliği ile Körfez İşbirliği Konseyi (GCC) ülkelerinin hisse senedi piyasaları arasındaki ilişkiyi

incelemiştir. Çalışmalarında, Bahreyn ve Kuveyt hisse senedi piyasalarının belirsizlikten uzun vadede ve negatif yönde etkilendiği; ABD ekonomi politikası belirsizliğinin etkisinin ise daha güçlü olduğu belirtilmiştir. Diğer GCC ülke borsalarının ise her iki tür belirsizlik endeksinden etkilenmediği ifade edilmiştir.

Haq vd. (2023), farklı ekonomik koşullar altında ekonomik politika belirsizliğinin seçili değişkenler üzerindeki etkisini incelemek amacıyla bir çalışma yapmışlardır. Pandemi döneminde ekonomik politika belirsizliği, sürdürülebilir enerji, hisse senedi piyasası oynaklığı ve kripto para birimleri arasındaki ilişkiyi TVP-VAR modeli kullanarak analiz etmişlerdir. Çalışma, pandemi döneminde enerji odaklı kripto para birimlerinin sürdürülebilir kripto para birimlerine göre volatilitte yayılma etkilerinin yüksek olma olasılığını ortaya koymuştur.

Yerli literatürde para politikası belirsizliği ve ekonomi politikası belirsizliği konularına yönelik yapılan çalışmalar aşağıda sıralanmıştır.

Orta Asya ve Balkan ülkelerinde para politikası şoklarının fiyat düzeyi ve hasıla üzerindeki orantısız (asimetrik) etkilerini ölçmeyi amaçlayan Biçici (2015), yaptığı analiz sonucunda piyasada meydana gelen pozitif para politikası şoklarının fiyatlar üzerinde güçlü bir orantısız etkiye sahip olduğunu ortaya koymuştur.

Türkiye ekonomisinde para politikasının ekonomik büyüme üzerindeki etkisini inceleyen Oktar ve Dalyancı (2015), kısa dönemde ekonomik büyüme ile Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) politika faizi arasında Granger nedensellik ilişkisinin bulunmadığını, uzun dönemde ise ters yönlü bir eşbütünleşme (cointegration) ilişkisinin var olduğunu belirlemiştir.

Türkiye ekonomisinde para politikası şoklarının hangi makroekonomik değişkenleri etkilediğini inceleyen Yılcı vd. (2016) çalışması, para politikası şoklarının enflasyon oranları, döviz kurları, borsa endeksleri ve üretim üzerindeki orantısız etkilerini araştırmayı amaçlamaktadır. Yılcı vd., Türkiye ekonomisinde para politikası şoklarını negatif ve pozitif bileşenler olarak ayırdıklarında, reel üretim ve diğer makroekonomik değişkenler üzerinde farklı etkiler tespit etmişlerdir. Analiz sonuçları, para politikasının üretim üzerinde etkisiz olduğunu, ancak genişletici para politikasının üretimi olumlu yönde etkilediğini göstermiştir.

Ülke ve Berument (2016), Türkiye ekonomisinde para politikası şoklarının etkilediği makroekonomik değişkenleri belirlemek amacıyla yapılan bir başka çalışmadır. Çalışma sonuçları, pozitif şoklarla karakterize edilen sıkı para politikasının üretimi, fiyatları ve döviz kurlarını düşürdüğünü; negatif şoklarla karakterize edilen gevşek para politikasının ise üretimi, fiyatları ve döviz kurlarını artırdığını ortaya koymuştur.

Park vd. (2020) çalışması, ABD para politikasının Asya döviz kurları üzerindeki etkisini incelemeyi hedeflemekte olup, ABD para politikasındaki belirsizliklerin Asya ülkelerinin döviz kurlarında oynaklığa yol açabileceğini göstermektedir.

Pandemi dönemindeki olağanüstü belirsizlik koşullarında Türkiye ekonomisine yönelik para politikası tedbirlerinin döviz kurları üzerindeki etkilerini inceleyen Kartal vd. (2021) çalışması, bu tedbirlerin Türkiye'deki döviz kurları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve yüksek bir etkiye sahip olduğunu ortaya koymuştur.

Belirsizlikten kaçınma eğilimi yüksek olan Japonya'da, Ongan ve Göçer (2021) para politikası belirsizliklerinin artışı ve azalışının para talebi üzerindeki etkisini analiz etmiştir. Çalışmanın sonuçları, doğrusal modellerle para politikası belirsizliklerinin para talebi üzerinde etki göstermediğini; ancak doğrusal olmayan modellerle bu belirsizliklerin önemli etkileri olduğunu göstermiştir.

ABD para politikasının normalleştirme sürecinin zamanlaması ve hızıyla ilgili belirsizliklerin gelişmekte olan piyasalar üzerindeki etkisini inceleyen Park ve Kim'in (2021) çalışması, ABD para politikasındaki beklenmedik artışların KRW/USD döviz kuru, sermaye ve hisse senedi fiyatları üzerinde olumsuz etkilere sahip olduğunu belirtmiştir.

Ahmed ve Sarkodie (2021) ise farklı ekonomik koşullardaki ekonomik politika belirsizliğinin emtia fiyatları üzerindeki etkisini araştırmıştır. Bulgular, çeşitli emtiaların pandemi dönemindeki şoklara ve ekonomik politika belirsizliklerindeki değişimlere uyum sağladığını; ancak pandemi dönemindeki ölüm oranlarının petrol ve doğalgaz fiyatları üzerindeki etkilerinin sınırlı olduğunu göstermiştir.

Park vd. (2022) yaptığı bir diğer çalışma, ABD para politikası belirsizliğinin 10 Asya ülkesinin döviz kurları üzerindeki etkisini incelemiştir. Araştırma, para politikası belirsizliğinin döviz kurlarının varyansını artırma eğiliminde olduğunu ve bu durumun söz konusu ekonomilerin para politikası yönetimini ciddi şekilde etkilediğini savunmuştur.

Camgöz (2022) yaptığı çalışmada, küresel ekonomideki politika belirsizliklerinin BIST hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini Ekim 2011 ile Eylül 2021 tarihleri arasındaki dönemi kapsayan veri setini kullanarak incelemiştir. Bulgular, belirsizliklerin hem kısa vadede hem de uzun vadede hisse senedi fiyatlarını etkilediğini göstermektedir.

Cihangir ve Koçoğlu (2022) ise özellikle petrol ihracatçısı olan seçili ülkelerde ekonomik politika belirsizliği ile borsa ve petrol fiyatları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmanın bulguları, ekonomik politika belirsizliği ve petrol fiyatlarının borsalar üzerinde etkili olduğunu; pandeminin bu ilişkileri etkilediğini ve petrol ihracatçısı ülkeler için petrol fiyatlarının borsalar üzerindeki etkisini güçlendirdiğini ortaya koymuştur.

Yıldırım vd. (2023) çalışmalarında, ABD para politikasındaki belirsizliğin Türkiye'deki hisse senedi piyasası üzerindeki etkisini, Ocak 1990 - Nisan 2023 dönemi verilerini kullanarak incelemiştir. Elde edilen bulgular, para politikası belirsizliği endeksinden BİST 100 endeksine doğru bir nedensellik ilişkisinin varlığını ortaya koymaktadır.

Ceylan (2023) çalışmasında, ABD ve Japonya'daki para politikası belirsizliğinin Türkiye hisse senedi piyasası üzerindeki etkisini, Ocak 2003 - Haziran 2024 dönemi

verilerini kullanarak incelemiştir. Çalışmanın sonucunda, ABD ve Japonya'daki para politikası belirsizliklerinin Türkiye'de hisse senedi piyasasının oynaklığını artırdığı tespit edilmiştir.

Turnacıgil (2024) çalışmasında, ekonomi politikası belirsizliğinin işletmelerin borçlanma kararları üzerindeki etkisini, 2006-2023 dönemi verilerini kullanarak incelemiştir. Elde edilen bulgular, ekonomi politikası belirsizliğinin hem kısa hem de uzun vadeli borçlanma kararları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkisi olduğunu tespit etmiştir.

Yılmaz Özekenci (2024) çalışmasında, ekonomi politika belirsizliği ile borsa endeksleri arasındaki nedensellik ilişkisini Şubat 2008 ile Eylül 2022 yılları arasındaki aylık veri setini kullanarak OECD ülkeleri özelinde araştırmıştır. Çalışma sonucunda, Avustralya, Kanada, Kolombiya, İsveç, Japonya, İtalya ve Şili'de borsa endeksinden ekonomi politika belirsizliğine doğru bir nedensellik ilişkisi tespit etmiştir. Bunun yanı sıra, Avustralya, Fransa, Almanya, Yunanistan, Japonya, İrlanda, Şili ve İspanya'da ise ekonomi politika belirsizliğinden kripto para piyasasına doğru bir nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Ayrıca, Avustralya, Japonya ve Şili'de borsa endeksi ile ekonomi politika belirsizliği arasında çift yönlü bir nedensellik ilişkisi belirlenmiştir.

Özkan (2024) çalışmasında, Ocak 2015 - Nisan 2021 dönemi verilerini kullanarak ekonomi politikası belirsizliği ile kripto para piyasası arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışma sonucunda, ekonomi politikası belirsizliğinden kripto para piyasasına doğru tek yönlü bir nedensellik ilişkisi tespit edilmiştir. Ancak, Bitcoin ile ekonomi politikası belirsizliği arasındaki ilişkide çift yönlü bir nedensellik olduğu belirlenmiştir.

3. Yöntem, Değişkenler ve Veriler

Bu bölümde, araştırmaya dâhil edilen makroekonomik ve finansal verilerin ekonometrik analizlerinde başvurulan teknik ve yöntemlere ait ekonometrik detaylar paylaşılmaktadır. Bölümün ilk kademesinde, panel veri analizine has olan yatay kesit ve yatay kesit bağıllık testleri, birim kök analizleri için birim kök testleri, panel eşbütünleşme testleri ve panel regresyon modeli tahmincisine yer verilmiştir.

3.1. Yatay Kesit Bağımlılık Testi

Yatay kesitleri meydana getiren birimler arasındaki etkileşim veya bağımlılık olarak tanımlanabilen yatay kesit bağımlılık, bireylerin arasında olan davranışsal etkileşimlerde, bir topluluktaki tüketicilerde ya da aynı sektörde faaliyet gösteren firmalarda gözlenebildiği gibi, gözlenemeyen ortak faktörler temelli de olabilmekte hatta ekonomideki yaygın ortak şoklar dahi bu durumu etkileyebilmektedir (Yerdelen Tatoğlu, 2017). Yatay kesit bağımlılık problemiyle değişkenlerde karşılaşılabileceği gibi modellerde de karşılaşılabilmektedir. Zaman serisi literatüründe bir problem olarak belirtilen otokorelasyon gibi, yatay kesit bağımlılık, en küçük kareler (EKK) ve EKK

temelli tahmincilerde verimliliğin kaybıyla sonuçlanabilme ihtimali ortaya çıkabilmekte, bu sebeple de standart var-cov tahmincilerinden istifade eden standart F testlerini ve t testlerinin geçerliliğini bozabilmektedir. Değişkenlerin arasında tespit edilen yatay kesit bağımlılık sorunu da birim kök ve durağanlık analizleri esnasında önem kazanmaktadır. Yatay kesit bağımlılığı sorununun ortaya çıkması halinde bu sorunu dikkate alan durağanlık ve birim kök testleriyle durağanlık araştırmaları yapılması oldukça önem arz etmektedir (Güloğlu vd. 2012; Çiğdem ve Altaylar, 2020). Çünkü yatay kesitsel bağımlılık sorunu, bu sorunu dikkate almayan birim kök ve durağanlık testlerinin gücünü azaltmaktadır. Bu sebeple de birim kök ve durağanlık analizlerine başlamadan evvel yatay kesit bağımlılık araştırması yapmak akıllıca olacaktır (Baltagi vd., 2011; Güloğlu ve İspir, 2011; Yerdelen Tatoğlu, 2017).

3.1.1. Breusch-Pagan LM Tabanlı Yatay Kesit Bağımlılık Testi

Panel veri analizi literatüründe, farklı birim ve zaman kombinasyonlarını test etmeye yönelik olarak, yatay kesit bağımlılığı araştıran ve birbirlerine göre avantaj ve dezavantajları bulunan çeşitli testler mevcuttur. N ile ifade edilen birim boyutunun sabit ve T ile ifade edilen zaman boyutunun sonsuza gittiği durumlarda, Breusch ve Pagan (1980) tarafından geliştirilmiş olan Lagrange Multiplier (LM) tabanlı yatay kesitsel bağımlılık testi, yatay kesitsel bağımlılığını tespit edebilmektedir. Breusch-Pagan LM testine ait temel hipotez; ve şeklinde kurulmakta ve her bir yatay kesitten çekilen artıkların arasında korelasyonun bulunmadığını belirtmektedir. Breusch ve Pagan (1980) LM testinde kullanılan test istatistikleri:

$$LM_{BP} = T \sum_{i=1}^{N=1} \sum_{j=1}^N \hat{\theta}_t^2 \quad (1)$$

(1) numaralı denklemde gösterildiği şekilde hesaplanmaktadır. Eşitlik (1)'de artıkların korelasyon katsayısına karşılık gelmektedir ve

$$\hat{\rho}_{ij} = \frac{\sum_{t=1}^T e_{it} e_{jt}}{(\sum_{t=1}^T e_{it}^2)^{1/2} (\sum_{t=1}^T e_{jt}^2)^{1/2}} \quad (2)$$

şeklinde hesaplanmaktadır (Baltagi, Feng ve Kao, 2012).

3.1.2. Sapması Düzeltilmiş LM Yatay Kesit Bağımlılık Testi

Pesaran vd. (2008)'nin önermiş olduğu sapması düzeltilmiş LM yatay kesit bağımlılık testi, temelde Breusch ve Pagan (1980) testindeki birim boyutu N ve zaman boyutu T'ye getirilen bir düzeltmeyi temel almıştır. İlk yapılan düzeltmelerde testin N büyük ve T küçük iken güç kaybına uğradığı görülmüş ve nihai olarak (3) numaralı eşitlikte gösterilen test istatistiğini üretmişlerdir. Bu testin temel hipotezi ve şeklinde ifade edilmiştir ve her bir yatay kesitten elde edilen artıkların arasında korelasyon olmadığı anlamına gelmektedir (Pesaran vd.2008):

$$LM_{adj} = \sqrt{\frac{1}{N(N-1)} \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N \left((T-K)\hat{\rho}_{i=1}^z - \mu_{Tw} \right)} \quad (3)$$

Temel hipotez altında sıralı olarak T ve N sonsuza giderken $LM_{adj} \rightarrow N(0,1)$ varsayımı bulunmaktadır. N'deki artışlar bu testin gücünü azaltmamakla birlikte test istatistiğinin varyansının küçük örnek ortalamasına sahip olduğu belirtilmektedir (Pesaran vd. 2008, Pesaran 2015).

3.2. Birim Kök Analizi

Panel veri analizi uygulamalarında, yatay kesit bağımlılığının olmadığı varsayımı, oldukça katı bir kısıt olarak görülmektedir. Kısıtlayıcı olan bu husus, varsayımlarında yatay kesitsel bağıllığa izin veren ikinci nesil panel birim kök testlerinin geliştirilmesinin önü açılmıştır (Baltagi, 2008; Barbieri, 2007). İkinci nesil testler arasında yer alan, bu araştırmada da başvurulan ve Pesaran (2007) tarafından geliştirilmiş olan CIPS (Cross-section Im, Pesaran ve Shin) testi, yatay kesitsel bağıllık sorununun faktörlerden faydalanılarak modellenmesi mantığıyla çalışmaktadır. CIPS testinde birimleri (grupları) oluşturan bireysel serilerin zaman bazlı yatay kesit ortalamaları, modelin gözlemlenemeyen faktörlerini temsil etmek amacıyla araç değişken mahiyetinde kullanılmış ve bu metodun yatay kesitsel bağıllık sorununu elimine ettiği ifade edilmiştir (Pesaran, 2007). Pesaran (2007), bireysel serilerin yatay kesit ortalamaları ve gecikmeleriyle Augmented Dickey-Fuller (ADF) regresyonunu genişletmeyi ve ardından da birinci farkının da alınmasını önermiş ve bu işlemlerin yatay kesitsel bağıllığın ortadan kaldırdığını göstermiştir. Genişletilmiş ADF eşitliklerinden hesaplanan CADF istatistiğinin ortalaması olan CIPS istatistiği:

$$CIPS(N, T = N - 1 \sum_{i=1}^N t_i(N, T)) \quad (4)$$

(4) numaralı eşitlikte belirtildiği şekilde hesaplanmaktadır. Pesaran (2007), CIPS panel birim kök testinin küçük örneklerde de oldukça iyi performans sergilediğini ifade etmiştir (Pesaran, 2007).

3.3. Panel Eşbütünleşme Analizi

Uygulamalı araştırmalara bağlı olarak makroekonomik değişkenlerin çoğunluğunun durağan olmayan süreçlerden oluştuğu ifade edilmektedir. Durağan olmayan değişkenlerin regresyonu ise sahte regresyona neden olabilmektedir (Granger ve Newbold, 1974). Sahte regresyondan kaçınmak için durağan olmayan değişkenlerin yerine değişkenlerin farkları alınarak durağan bir süreç elde edilebilir ve farkların regresyona tabi tutulması önerilen yaklaşımlar arasındadır. Fakat, fark alma yaklaşımında uzun dönem dengesi için önem arz eden bazı bilgilerin kaybedilmesi gibi ciddi bir sorun ortaya çıkmaktadır. Zira, birinci

farkların alınması, bu değişkenler arasında var olan uzun dönemli ilişkinin kaybına yol açabilmektedir. Bu problemin üstesinden gelebilmek için de eşbütünleşme analizleri önerilmektedir. Eşbütünleşme, değişkenler arasında uzun dönem ilişkisi olup olmadığını sınavan ve söz konusu ilişkiyi doğrudan tahmin etmeye olanak tanıyan bir metot olarak tanımlanmaktadır (Engle ve Granger, 1987; Pedroni, 2004).

Değişkenler arasındaki eşbütünleşme ilişkisinin var olup olmadığını hem grup hem de panel bazında test edilebilen ve Westerlund (2008) tarafından geliştirilmiş olan bu panel eşbütünleşme testinin diğer panel eşbütünleşme testlerine göre birçok avantajı bulunmaktadır. Bu testte otoregresif parametrenin tüm yatay kesitler için homojen olduğu varsayılmakta, bu varsayım temelinde ise temel hipotezinin reddi halinde, tüm yatay kesitler için eşbütünleşmenin mevcudiyeti anlaşılmaktadır. Testin grup istatistikleri hesaplanırken ise otoregresif parametrenin yatay kesitlere göre heterojen olmasına izin verilmektedir. Bu testte temel hipotezin reddi, en azından bazı yatay kesitlerde eşbütünleşmenin olduğunu belirtmektedir (Di Iorio ve Fachin, 2008; Bayar, 2011). Bu testte ayrıca, değişkenlere ilişkin durağanlık seviyeleri hakkındaki ön bilgi dikkate alınmamakla birlikte yatay kesitsel bağımlılığın var olduğu yapılarda uzun dönem ilişkisi araştırılabilmektedir. Bağımlı değişkenin birinci dereceden durağan olması şartıyla, diğer değişkenlerin düzeyde durağan ya da birinci dereceden durağan olması esnekliği de mevcuttur. Durbin-Hausman panel ve grup (DHg, DHP) istatistikleri sırasıyla aşağıdaki şekilde tahmin edilmektedir Westerlund (2008):

$$DH_p = \hat{S}_n(\tilde{\theta} - \hat{\theta})^2 \sum_{i=1}^n \sum_{t=2}^T \hat{e}_{it-1}^2 \quad (5)$$

$$DH_g = \sum_{i=1}^n \tilde{S}_i(\tilde{\theta} - \hat{\theta}) = \sum_{t=2}^T \hat{e}_{i=-1}^2 \quad (6)$$

(5) ve (6) numaralı eşitliklerde yer alan, esasen hata düzeltme modeli temelli olan bu yapının artıkları ifade etmektedir. DHg, DHP istatistikleri temel hipotezi reddederse değişkenler arasında bir eşbütünleşme ilişkisinin olduğu anlamına gelmektedir (Westerlund, 2008).

3.4. Uzun Dönem Modelinin Tahmini- Havuzlanmış Ortalama Grup (PMG) Tahmincisi

Parametre heterojenliğiyle birlikte dinamik yapıları olan paneller için havuzlama ve ortalama almanın aynı aşamada uygulandığı havuzlanmış ortalama grup tahmincisi (PMG) Pesaran vd. (1999) tarafından önerilmiştir. PMG tahmincisi, uzun dönem parametrelerini yatay kesitler bazında homojen olarak hesaplama temelinde, kısa dönem katsayılarını ise yatay kesitlere göre heterojen olarak tahminleme prensibine dayanmaktadır. (7) numaralı eşitlikte panel hata düzeltme modeli tanımlanmaktadır:

$$\Delta Y_{it} = \varphi_i(Y_{it-1} - \theta' X_{it}) + \sum_{j=1}^{p-1} \lambda_{ij}^* \Delta Y_{it-j} + \sum_{j=0}^{p-1} \delta_{ij} \Delta X_{it-j} + \mu_i + e_{it} \quad (7)$$

(7) numaralı eşitlikte uzun dönem parametresini, λ ve ise kısa dönem parametrelerini belirtmektedir.

3.5. Değişkenler ve Veriler

Çalışmanın veri seti, Mart 2009 ile Mart 2023 arasındaki döneme ait aylık dönemlik veri setinden oluşmaktadır.

Bu araştırma kapsamında, incelenen dört modelin kapalı ve açık formdaki gösterimleri aşağıda sıralı olarak (önce kapalı formlar ardından açık formlar) sunulmaktadır:

$$LBOR_{it} = \tau_1 + \delta_1 LEPU_{it} + \delta_2 LDK_{it} + \delta_3 LTAH_{it} + \delta_4 LGDP_{it} + \varepsilon_{1it} \quad (8)$$

$$LBOR_{it} = \tau_2 + \beta_1 LMPU_{it} + \beta_2 LDK_{it} + \beta_3 LTAH_{it} + \beta_4 LGDP_{it} + \varepsilon_{2it} \quad (9)$$

Tablo 1

Kısaltma, Birim ve Veri Tabanı Bilgileri

Değişkenler	Kısaltma	Birim	Veri Dönüşümü	Veri Tabanı
Borsa Endeksi	BOR	Endeks	Logaritmik	https://tr.investing.com/
Ekonomik Büyüme	GDP	Oran	Logaritmik	https://www.theglobaleconomy.com/
EP Belirsizliği End.	EPU	Endeks	Logaritmik	https://www.policyuncertainty.com/
PP Belirsizliği End.	MPU	Endeks	Logaritmik	https://www.policyuncertainty.com/
Döviz Kuru (Nom)	DK	Endeks	Logaritmik	https://tr.investing.com/
Tahvil Faiz Oranı	TAH	Oran	Logaritmik	https://tr.investing.com/

Tablo 1, bu araştırmaya konu olan yeni sanayileşmiş sekiz ülkenin borsa endeksleri (BOR), ekonomik büyüme oranları (GDP), ekonomi politikası belirsizliği (EPU), para politikası belirsizliği (MPU), döviz kurları (DK) ve tahvil faizi oranları (TAH) değişkenlerine ait kısaltmaları, birimleri, veri dönüşümlerini ve veri kaynaklarını içermektedir. Araştırmada, yalnızca özet istatistikler tablosunda değişkenlerin ham halleri (değişkenlerin gerçek ortalama, minimum ve maksimum değerlerini ifade edebilmek amacıyla ham formda bırakılmıştır) kullanılmış, analizler esnasında ise tam elastik modeller (bu modellerde katsayı tahminleri yüzdesel olarak ifade edilebilmekte ve değişkenlerin birimlerinden kaynaklanan sorunlar giderilebilmektedir) ile çalışabilmek amacıyla değişkenlerin doğal logaritmaları alınmıştır.

Tablo 2*Özet İstatistikler*

Değişkenler	Gözlem ($N \times T$)	Ortalama	St. Sapma	En Küçük Değer	En Büyük Değer
BOR	448 (8x56)	25292.94	26936.83	252.42	123970.7
GDP	448 (8x56)	0.906987	2.963696	-22.55	22.56
MPU	448 (8x56)	82.95881	42.21972	24.89244	200.0774
EPU	448 (8x56)	178.7316	68.68836	94.83939	372.3904
DK	448 (8x56)	1559.193	4135.213	1.464633	15534.53
TAH	448 (8x56)	7.230878	3.468856	0.68	24.06667

Not: Özet istatistikler ham veriler üzerinden hesaplanmıştır.

Tablo 2’de, araştırmaya konu sekiz ülkenin olan değişkenlere ait özet istatistikler yer almaktadır.

Panel veri analizi araştırmalarında, yatay kesitlere göre değişkenlik gösteren değişkenlere birim kök analizi uygulayabilmek için ilk aşamada yatay kesit bağımlılık sorununun varlığı araştırılmakta ve edinilen sonuçlar doğrultusunda birinci veya ikinci nesil testlerden faydalanılmaktadır (Mensah vd, 2019; Apergis ve Payne, 2014). Araştırmaya konu olan değişkenlerde yatay kesit bağımlılık olması durumunda, varsayımlarında yatay kesitsel bağımlılık olan ikinci nesil panel birim kök testlerini uygulamak gerekmekte aksi halde bu durumun göz ardı edilmesi halinde sapmalı sonuçlarla karşılaşabilmektedir (Apergis ve Payne, 2014; Hurlin ve Mignon, 2007; Yerdelen Tatoğlu, 2017). Bu nedenle, bu araştırmada da panel veri analizinin birinci aşamasında, değişkenlerde yatay kesit bağımlılık sorununa odaklanılmış ve panel veri setinin karakteristiğine göre (panel veri seti $T > N$ özelliklidir, bkz. Tablo 2. Özet İstatistikler) yatay kesit bağımlılık testleri arasından Breusch ve Pagan (1980) LM yatay kesit bağımlılık testine ve Pesaran vd. (2008) sapması düzeltilmiş LM testlerine başvurularak sonuçlar değerlendirilmiştir.

4. Bulgular, Analiz ve Değerlendirmeler

LBOR, LGDP, LDK ve LTAH değişkenleri için hem Breusch ve Pagan (1980) tarafından geliştirilmiş olan LM testine hem de Pesaran vd. (2008) tarafından geliştirilmiş olan BA_LM testine başvurulmuş, elde edilen sonuçlar Tablo 3’te paylaşılmıştır. Uygulanan iki testin temel hipotezi de incelenen değişkende yatay kesitsel bağımlılık sorunu bulunmadığını ifade etmektedir. LM test istatistikleri ve sapması düzeltilmiş LM test istatistikleri incelendiğinde ise bahsi geçen temel hipotezlerin, LBOR, LGDP, LDK ve LTAH değişkenleri için reddedildiği (her iki istatistiğin de olasılık değerleri alfa önem seviyesinden küçüktür) görülmektedir. Dolayısıyla, başvuru olan iki yatay kesitsel bağımlılık testine göre de LBOR, LGDP, LDK ve LTAH değişkenlerinde yatay kesit bağımlılık sorununun var olduğu gözlenmiş ve değişkenlerdeki birim kök varlığının sınanmasında yatay kesitsel bağımlılık varsayımı bulunan ikinci nesil panel birim kök testlerinin uygulanması gerekmiştir (Breitung, 2005; Pesaran, 2007; Baltagi ve Pesaran, 2007;

Güloğlu ve İspir, 2011; Awad ve Warsame, 2022).

Tablo 3

Yatay Kesit Bağımlılık Testlerinin Sonuçları (Değişkenler için)

Değişkenler	LM Test İstatistiği	Olasılık	Sapması Düzeltilmiş LM İstatistiği	Olasılık
LBOR	996.4903***	0.0000	129.4333***	0.0000
LGDP	923.0189***	0.0000	119.6019***	0.0000
LDK	963.4583***	0.0000	125.0059***	0.0000
LTAH	301.8409***	0.0000	36.5935***	0.0000

Not: *, ** ve *** sırasıyla, 0.10, 0.05 ve 0.01 önem seviyelerini ifade etmektedir.

Ekonometrik analizlerin bu aşamasına kadar, yatay kesit bağımlılık sorununun var olduğuna yönelik güçlü kanıtlar, değişkenlerin birim kök analizlerinde ikinci nesil panel birim kök testlerine başvurulması gerektiğini ortaya koymaktadır (Barbieri, 2009; Shahbaz vd. 2016, Yerdelen Tatoğlu, 2017). Araştırma kapsamında, değişkenlerin durağanlık yapılarını incelemek amacıyla, Pesaran (2007) tarafından geliştirilen ve ikinci nesil test arasından küçük örnek özelliklerinin güçlü olduğu ifade edilen CIPS testinden faydalanılmıştır.

Tablo 4

CIPS Panel Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler (Düzye)	Sabitli t İstatistiği	Sabitli & Trendli t İstatistiği	Değişkenler (Birinci Farklar)	Sabitli t İstatistiği	Sabitli & Trendli t İstatistiği
LBOR	-0.826	-1.853	ΔLBOR	-5.664***	-6.105***
LDK	-0.805	-0.905	ΔLDK	-5.442***	-5.672***
LTFO	-1.862	-2.283	ΔLTFO	-5.604***	-5.687***
LGDP	-5.914***	-6.079***	-	-	-

Not: i. *, ** ve *** sırasıyla, 0.10, 0.05 ve 0.01 önem seviyelerini ifade etmektedir.

Tablo 4'te araştırmada incelenen makroekonomik ve finansal değişkenlerin düzey ve birinci fark değerleri için CIPS panel birim kök testinin sonuçları gösterilmektedir. İlk aşamada, değişkenlerin düzey değerleri için elde edilen t test istatistikleri incelendiğinde, değişkenlerde birim kökün var olduğunu gösteren temel hipotez, yalnızca LGDP değişkeni için reddedilmektedir. Dolayısıyla, bu değişkenin birim kök içermediği ve düzeyde durağan (ya da I(0)) olduğu görülmektedir. Diğer yandan, LBOR, LDK ve LTFO değişkenlerinin birim kök içerdiğini ifade eden temel hipotez reddedilememekte ve bahsi geçen değişkenlerin birim kök içermek suretiyle durağan olmadığı görülmektedir. Ancak LBOR, LDK ve LTFO'nun durağanlık derecelerini belirleyebilmek için bu değişkenlerin birinci farkları alınmış ve ardından tekrar CIPS testi uygulanmıştır. Birinci farklar alındıktan sonra elde edilen test istatistikleri ise birim kök varlığını belirten temel hipotezin LBOR, LDK ve LTFO değişkenleri için reddedildiğini göstermektedir. Bu bağlamda,

LGDP değişkeninin düzeyde durağan; LBOR, LDK ve LTFO değişkenlerinin ise birinci dereceden durağan değişkenler olduğu sonucu elde edilmektedir.

Birim kök analizlerinden elde edilen sonuçlar, değişkenlerin hem düzeyde hem de birinci farklarda durağan olan değişkenler olduğunu ortaya koymakta ve Eşitlik (4) ve Eşitlik (5)'te tanıtılan yapıların direkt olarak tahmini aslında durağan olmayan değişkenlerin yer aldığı bir regresyon modelini tahminlemek anlamına gelmektedir. Bir veya daha fazla durağan olmayan değişkenlerin yer aldığı regresyon modellerinin ise sahte olma olasılığı bulunmaktadır (Granger ve Newbold, 1974; Pedroni, 1995; Kao, 1999; Irandoust ve Hatemi, 2005; Urbain ve Westerlund, 2006; Altaylar ve Dursun, 2021; Kartal vd. 2023). Ancak, değişkenler arasında eşbütünlüşme ilişkisinin tespit edilmesi halinde değişkenler yine düzey değerleriyle kullanılabilen ve sahte regresyonla karşılaşılması ihtimali de ortadan kalkmaktadır (Engle ve Granger, 1987; Irandoust ve Hatemi, 2005; Ramirez, 2007; Westerlund ve Edgerton, 2008; Güloğlu vd. 2012). Bu sebeple, araştırmanın bu aşamasında LBOR, LDK, LTFO, LPU ve LMPU değişkenleri arasında olası bir eşbütünlüşme ilişkisinin varlığına odaklanılmış ve bu yapıları inceleyen panel eşbütünlüşme testlerine ihtiyaç duyulmuştur. Panel veri analizinde, zaman serilerinden farklı olarak, yatay kesit ve zaman boyutunun birlikte varlığı tıpkı panel birim kök testlerinde olduğu gibi, yatay kesit bağımlılık varlığı ya da yokluğu üzerinden şekillenmektedir. Panel eşbütünlüşme testleri, eşbütünlüşme denkleminde yatay kesit bağımlılık olması durumuna göre gruplanmaktadır (Baltagi ve Pesaran, 2007; Yerdelen Tatoğlu, 2017; Nirola ve Sahu, 2020). Birinci nesil panel eşbütünlüşme testleri, eşbütünlüşme denkleminde yatay kesit bağımlılığına ilişkin herhangi bir varsayım bulundurmazlar (Baltagi ve Pesaran, 2007; Breitung ve Pesaran, 2008). İkinci nesil panel eşbütünlüşme testleri ise eşbütünlüşme denkleminde yatay kesit bağımlılık sorununu dikkate alarak hesap yapmaktadır (Klein, 2015; Yerdelen Tatoğlu, 2017; Çiğdem ve Altaylar, 2020; Nirola ve Sahu, 2020). Dolayısıyla, araştırmada hangi grup panel eşbütünlüşme testleri ile analizlere devam edileceğini belirleyebilmek için ilk olarak eşbütünlüşme denklemlerinde yatay kesit bağımlılık sorununun var olup olmadığının araştırılması gerekmektedir (Güloğlu vd. 2012; Yerdelen Tatoğlu, 2017).

Bu bağlamda, Eşitlik (4) ve Eşitlik (5)'te gösterilen denklemlerde yatay kesit bağımlılık sorunu sınamaları için Breusch ve Pagan (1980) tarafından geliştirilmiş olan LM testine ve Pesaran vd. (2008) tarafından geliştirilmiş olan BA_LM testine başvurulmuştur.

Tablo 5

Yatay Kesit Bağımlılık Testlerinin Sonuçları (Eşbütünlüşme Denklemleri İçin)

Eşitlik No	LM Test İstatistiği	Olasılık	Sapması Düzeltilmiş LM Test İstatistiği	Olasılık
Eşitlik (3)	539.400***	0.0000	34.834***	0.0000
Eşitlik (4)	574.400***	0.0000	29.470***	0.0000

Not: *, ** ve *** sırasıyla, 0.10, 0.05 ve 0.01 önem seviyelerini ifade etmektedir.

Tablo 5’te, Eşitlik (4) ve Eşitlik (5)’te gösterilen denklemlerin artıkları arasında bir yatay kesit bağımlılık sorunu olup olmadığını belirlemek için başvurulan yatay kesit bağımlılık testlerinin sonuçları gösterilmektedir. Bu testlerin temel hipotezi, modelin artıkları arasında yatay kesitsel bağımlılık bulunmadığını ifade etmektedir. Test istatistiklerine ait olasılık değerleri incelendiğinde iki teste göre de yatay kesit bağımlılık yokluğunu belirten temel hipotezler reddedilmektedir. Dolayısıyla her iki eşitlikte de yatay kesit bağımlılık sorunu mevcuttur ve panel eşbütünleşme analizi için başvurulacak olan panel eşbütünleşme testinin, yatay kesitsel bağımlılık varsayımı altında çalışması gerekmektedir.

Araştırmanın bu aşamasına kadar elde edilen sonuçlarda: Hem Eşitlik (4)’te hem de Eşitlik (5)’te gösterilen modellerde durağan olmayan değişkenler bulunmaktadır ve sahte regresyondan kaçınmak için eşbütünleşme ilişkileri incelenmeli ve eğer eşbütünleşme ilişkisi varsa uzun dönem katsayılarını sunan ve sahte regresyon olmayan eşbütünleşme modeli tahminlenmesi gerektiğini göstermektedir. Fakat bu modellerde (bkz. Tablo 5) yatay kesit bağımlılık sorunu tespit edilmiştir ve bu sebeple panel eşbütünleşme testinin yatay kesit bağımlılık varsayımına sahip olması gerekliliği de ortaya çıkmıştır.

Bu nedenle araştırmada hem düzeyde durağan hem de birinci farklarda durağan değişkenlerin birlikte varlığında, aynı zamanda da yatay kesit bağımlılık sorunu varsayımı altında çalışan ikinci nesil panel eşbütünleşme testlerinin içerisinde, Westerlund (2008) tarafından geliştirilmiş olan panel eşbütünleşme testi uygulanmıştır.

Tablo 6

Panel Eşbütünleşme Testinin Sonuçları

Eşitlik	Durbin-h Panel İstatistiği	Olasılık	Eşitlik	Durbin-h Panel İstatistiği	Olasılık
Eşitlik (4)	1.467*	0.071	Eşitlik (5)	1.515*	0.065
Eşitlik	Grup İstatistiği	Olasılık	Eşitlik	Grup İstatistiği	Olasılık
Eşitlik (4)	6.705***	0.000	Eşitlik (5)	7.286***	0.000

Not: *, ** ve *** sırasıyla, 0.10, 0.05 ve 0.01 önem seviyelerini ifade etmektedir.

Tablo 6, Eşitlik (4) ve Eşitlik (5)’te gösterilen modeller için Westerlund (2008) panel eşbütünleşme testinin sonuçlarını sunmaktadır. Bu testin temel hipotezinde incelenen modelin değişkenleri arasında eşbütünleşme ilişkisi olmadığı iddiası eşbütünleşme varlığına karşı sınanmaktadır. Durbin-h (dh) istatistiklerine ait olasılık değerleri incelendiğinde hem Eşitlik (4) hem de Eşitlik (5) için eşbütünleşme ilişkisinin bulunmadığını belirten temel hipotez reddedilmektedir. Böylelikle uzun dönemde, LBOR-LGDP-LPU-LKUR-LTAH ve LBOR-LGDP-LMPU-LTAH değişkenlerinin ortak bir hareket sergilediği anlaşılmaktadır.

Eşbütünleşme ilişkilerinin varlığına yönelik kanıtlar doğrultusunda, uzun ve kısa dönem modellerinin katsayılarının tahmini için PMG tahmincisine başvurulmuş, bulgular Tablo 7 ve Tablo 8’de (sırasıyla Eşitlik (4) ve Eşitlik (5) için) gösterilmiştir.

Tablo 7*Eşitlik 4 için Panel ARDL Modelinin Tahmini*

Bağımlı Değişken LBOR				
Eşitlik (4); Model Seçim Kriteri: Akaike Bilgi Kriteri (AIC)				
Uzun Dönem Katsayıları Tahmini				
ARDL (1,1,1,1)	Deterministik Bileşen: Sabit Terim			
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	St. Hata	t İstatistiği	Olasılık
GDP	0.133789***	0.02677	4.997682	0.0000
LEPU	-0.20919*	0.111538	-1.87551	0.0615
LKUR	1.093976***	0.163859	6.676334	0.0000
LTAH	-0.47052***	0.121258	-3.88029	0.0001
Kısa Dönem Katsayıları Tahmini				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	St. Hata	t İstatistiği	Olasılık
ECT	-0.07732***	0.016467	-4.69538	0.0000
Δ GDP	-0.0054***	0.001077	-5.01174	0.0000
Δ LEPU	-0.072***	0.016973	-4.24213	0.0000
Δ LKUR	-0.39321**	0.156722	-2.50897	0.0125
Δ LTAH	-0.15713***	0.06023	-2.60887	0.0094
Sabit Terim	0.530367***	0.148406	3.573762	0.0004

Not: i. *, ** ve *** sırasıyla, 0.10, 0.05 ve 0.01 önem seviyelerini ifade etmektedir.

Tablo 7’de, Eşitlik (4)’ün PMG tahmincisi vasıtasıyla elde edilen uzun ve kısa dönem katsayı tahminlerine ait bulgular paylaşılmaktadır. Uzun dönem katsayı tahminleri incelendiğinde, ekonomi politikası belirsizliği, ülkelerin döviz kurları, faiz oranları ve ekonomik büyüme oranlarının bahsi geçen ülkelerin borsa endekslerini açıklamada istatistiki öneme sahip olduğu görülmektedir. Kısa dönem bulguları ise, ECT ile gösterilen hata düzeltme parametresinin, ekonomi politikası belirsizliğinin, ülkelerin döviz kurunun, ekonomik büyüme oranlarının ve faiz oranlarının borsa endeksini açıklamada istatistiki açıdan anlamlı etkilerinin olduğunu belirtmektedir. Elde edilen uzun ve kısa dönem bulguları aşağıdaki şekilde sıralanabilmektedir:

- Ülkelerin ekonomik büyüme oranlarında yaşanan iyileşmeler uzun dönemde borsa endeksi üzerinde olumlu bir etki yaratırken kısa dönemde tam tersi yönde etkilemektedir. Ekonomik büyüme oranlarında yakalanan %1’lik bir artış uzun dönemde borsa endeksini %0.13 arttırırken, kısa dönemde ise yaklaşık olarak %0.005 azaltmaktadır,
- Ekonomi politikası belirsizliğinde görülen artışlar uzun dönemde de kısa dönemde de ülkelerin borsa endekslerini olumsuz yönde etkilemektedir. Küresel ekonomi politikası belirsizliğinde yaşanan %1’lik bir artış uzun dönemde borsa endeksini %0.21 azaltırken kısa dönemde yaklaşık olarak %0.07 azaltmaktadır. Dolayısıyla, ekonomi politikası belirsizlikleri uzun dönemde borsa endeksi üzerinde daha olumsuz etkilere yol açmaktadır,
- Ülkelerin döviz kurlarında yaşanan artışlar hem uzun dönemde hem de kısa dönemde borsa endeksini etkilemektedir. Ancak, uzun dönemde döviz kuru artışlarında

görülen %1'lik bir artış borsa endeksini yaklaşık olarak %1.09 arttırmakta buna karşılık döviz kurunun kısa dönemdeki artışları ise borsa endeksini yaklaşık olarak %0.39 azaltmaktadır. Bu bağlamda, döviz kuru artışları uzun dönemde borsa endeksini arttırırken kısa dönemde ise azaltmaktadır,

- Piyasalardaki tahvil faiz oranlarındaki artışlar kısa ve uzun dönemde borsa endeksini olumsuz etkilemektedir. Uzun dönemde politika faiz oranları %1 arttırıldığında, borsa endeksi yaklaşık olarak %0.47 azalırken; kısa dönemde ise %0.16 azalmaktadır. Bu durumda uzun dönemde faiz oranları, borsa üzerinde daha azaltıcı bir etkiye sahiptir,
- ECT (hata düzeltme katsayısı ya da parametresi) negatif yönlü ve istatistiki anlamlılığa sahiptir. Dolayısıyla kısa dönemde, sistemde bir denge varlığıyla birlikte hata düzeltme modelinin işlediği anlaşılmaktadır. Sistemde meydana gelen bir dengesizlik yaklaşık olarak (1/0.07732 12.94 dönem/çeyreklik) üç yılın ardından tekrar dengeye gelmektedir.

Tablo 8'de, Eşitlik (5)'in PMG tahmincisi üzerinden sağlanan uzun ve kısa dönem katsayı tahminleri yer almaktadır. Uzun dönem katsayı tahminleri incelendiğinde, ülkelerin ekonomik büyüme oranları, para politikası belirsizliği, döviz kuru ve tahvil faiz oranlarının borsa endeksini açıklamada istatistiki öneme sahip olduğu görülmektedir. Kısa dönem katsayıları incelendiğinde ise, ECT ile gösterilen hata düzeltme parametresinin, büyüme oranlarının, para politikası belirsizliğinin, döviz kurunun ve politika faiz oranının, borsa endeksini istatistiki açıdan anlamlı bir şekilde etkilediği görülmektedir. Bu bağlamda uzun ve kısa dönemde elde bulgular:

- Ülkelerin ekonomik büyüme oranlarında yaşanan iyileşmeler uzun dönemde borsa endeksi üzerinde olumlu bir etki yaratırken kısa dönemde tam tersi yönde etkilemektedir. Ekonomik büyüme oranlarında yakalanan %1'lik bir artış uzun dönemde borsa endeksini %0.14 arttırırken, kısa dönemde ise yaklaşık olarak %0.006 azaltmaktadır,
- Para politikası belirsizliğinde görülen artışlar uzun dönemde de kısa dönemde de borsa endeksini olumsuz yönde etkilemektedir. Para politikası belirsizliğinde yaşanan %1'lik bir artış uzun dönemde borsa endeksini %0.13 azaltırken kısa dönemde yaklaşık olarak %0.02 azaltmaktadır. Dolayısıyla, para politikası belirsizlikleri uzun dönemde borsa endeksi üzerinde daha olumsuz etkilere yol açmaktadır,
- Ülkelerin döviz kurlarında yaşanan artışlar hem uzun dönemde hem de kısa dönemde borsa endeksini etkilemektedir. Ancak, uzun dönemde döviz kuru artışlarında görülen %1'lik bir artış borsa endeksini yaklaşık olarak %0.98 arttırmakta buna karşılık döviz kurunun kısa dönemdeki artışları ise borsa endeksini yaklaşık olarak %0.42 azaltmaktadır. Bu bağlamda, döviz kuru artışları uzun dönemde borsa endeksini arttırırken kısa dönemde ise azaltmaktadır,

Tablo 8*Eşitlik 5 için Panel ARDL Modelinin Tahmini*

Bağımlı Değişken LBOR				
Eşitlik (5); Model Seçim Kriteri: Akaike Bilgi Kriteri (AIC)				
Uzun Dönem Katsayıları Tahmini				
ARDL (1,1,1,1)	Deterministik Bileşen: Sabit Terim			
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	St. Hata	t İstatistiği	Olasılık
GDP	0.140693***	0.025936	5.424515	0.0000
LMPU	-0.13000**	0.056259	-2.31077	0.0214
LKUR	0.982156***	0.121136	8.107881	0.0000
LTAH	-0.46487***	0.106313	-4.37267	0.0000
Kısa Dönem Katsayıları Tahmini				
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	St. Hata	t İstatistiği	Olasılık
ECT	-0.08048***	0.018349	-4.38612	0.0000
Δ GDP	-0.00561***	0.0012	-4.6729	0.0000
Δ LMPU	-0.01715***	0.00421	-4.0732	0.0001
Δ LKUR	-0.41972***	0.155221	-2.70399	0.0072
Δ LTAH	-0.14669**	0.057591	-2.54708	0.0112
Sabit Terim	0.531097***	0.148867	3.567583	0.0004

Not: i. *, ** ve *** sırasıyla, 0.10, 0.05 ve 0.01 önem seviyelerini ifade etmektedir.

- Ülkelerdeki tahvil faiz oranlarının artırılması kısa dönemde de uzun dönemde de borsa endeksi üzerinde olumsuz etkilere sahiptir. Uzun dönemde faiz oranları %1 arttığında, borsa endeksi yaklaşık olarak %0.47 azalırken; kısa dönemde ise %0.15 azalmaktadır. Bu durumda uzun dönemde tahvil faiz oranları, borsa üzerinde daha azaltıcı bir etkiye sahiptir,
- ECT negatif yönlü ve istatistiki açıdan anlamlıdır. Bu durumda kısa dönemde sistemde bir denge olduğu ve hata düzeltme mekanizmasının çalıştığı görülmektedir. Sistemde meydana gelen bir dengesizlik yaklaşık olarak (1/0.08048 12.43 dönem/çeyreklik) üç yılın ardından tekrar düzelmektedir.

Tablo 7 ve Tablo 8'de katsayı tahminleri sunulan modeller birlikte değerlendirildiğinde, birbiriyle neredeyse aynı katsayı tahminleri elde edildiği görülmektedir. Bu durumda, iki sistem de birbiriyle tutarlılık içerisinde olmakla birlikte esasen sonuçların güvenilirliği de teyit edilmektedir. Ayrıca, iki sistemin birbiriyle örtüşmesi, ülkelerin borsa endeksleri üzerinde nasıl bir etkisi olduğu araştırılan ekonomi politikası belirsizliği ve para politikası belirsizliğinin ayrı ayrı değerlendirilmesinin de mümkün olduğu anlaşılmaktadır. Elde edilen ampirik bulgular hem ekonomi politikası belirsizliğinin hem de para politikası belirsizliğinin uzun ve kısa dönemde borsa endeksi üzerinde yıpratıcı sonuçlara yol açtığını göstermektedir. Ancak iki belirsizlik birbiriyle kıyaslandığında ise ekonomi politikası belirsizliğinin, para politikası belirsizliğine göre daha etki derecesinin daha yüksek olduğu görülmektedir.

5. Sonuç

Bu politikalar aynı zamanda para otoritelerinin, yani hükümet ve merkez bankalarının ekonomik göstergelere müdahaleleri ve bu müdahalelerin sonuçlarıyla ilgilidir. Para politikasının genel tanımı, bir merkez bankasının piyasaya süreceği paranın miktarı ve fiyatını belirleyen uygulamalar olarak ifade edilebilir. Ekonomideki gidişat, diğer bir deyişle ekonomik aktivite, genel fiyat seviyeleri üzerinde etkili olmaktadır.

Küreselleşen dünyamızda yaşanan değişimler, ekonomik açıdan çeşitli belirsizliklere neden olurken, politik belirsizliklere de yol açabilmektedir. Bu durum, artan belirsizliklerle alınan politik kararların olumsuz sonuçlar doğurmasını kaçınılmaz kılmaktadır. Gelişmiş ülkelerde genellikle tam bağımsız olan merkez bankaları, gelişmekte olan ülkelerde bazen hükümete bağlı, bazen de yarı bağımsız olabilmektedir.

Bu çalışmanın odak noktasını para politikası belirsizliklerinin oluşturmasının sebebi, merkez bankalarının borsa, faiz oranları, döviz kurları ve büyüme oranı gibi değişkenlerle olan orantısız ilişkisinin, ekonomiyi belirsiz bir ortamda ne ölçüde etkilediğinin saptanmasıdır.

Araştırma, yatırımcı davranışlarını etkileyen temel faktörler olarak kabul edilen ekonomik büyüme, tahvil faiz oranları ve döviz kuru değişkenlerini kapsar. Bunlara ek olarak, ekonomi politikası belirsizliği ve para politikası belirsizliği de modellere dahil edilerek incelenmiştir. Böylece, yatırımcı davranışlarına odaklanıldığında, hem para politikası belirsizliği hem de ekonomi politikası belirsizliği analize entegre edilmiştir. Elde edilen sonuçlar, yatırımcı davranışlarının uzun vadede döviz kuru, tahvil faizi, ekonomi politikası belirsizliği ve para politikası belirsizliğinden etkilendiğini göstermiştir. Uzun vadede, para politikası ve ekonomi politikası belirsizliklerindeki artışların, yani yatırımcılar için güvensiz bir ortamın oluşmasının, borsa endekslerinde düşüşe neden olduğunu ortaya koymaktadır. Ancak ekonomi politikası belirsizliklerindeki artışların, para politikası belirsizliklerine kıyasla borsa endekslerini daha fazla olumsuz etkilediği görülmektedir. Para politikası belirsizliği endeksi, aslında ekonomi politikası belirsizliğinin alt endekslerinden biridir. Dolayısıyla, tahmin edilen modeller birbirlerini güçlendirici niteliktedir. Yapılan analiz sonucu, para politikası ve ekonomi politikası belirsizliğinin uzun vadede yatırımcı davranışları üzerinde negatif bir etkiye sahip olduğunu ortaya koymuştur. Bu bulgu Korkmaz ve Güngör (2018); Gürsoy ve Zeren (2022); Ilgın (2022) ve Holden vd. (2024)'in çalışmalarıyla paralellik göstermektedir.

Elde edilen bulgular, ekonomi politikası ve para politikasındaki belirsizliklerin yatırımcı duyarlılığı üzerinde önemli etkileri olduğunu ortaya koymaktadır. Bu bağlamda, hükümetler ve politika yapıcılar, politik belirsizlikleri azaltmak amacıyla çeşitli girişimlerde bulunmalıdır. Bu süreçte, denetimlerin düzenli olarak yapılması, hükümet politikalarındaki belirsizliklerin giderilmesi veya minimuma indirilmesi için gerekli adımların atılması büyük önem taşımaktadır. Ayrıca, belirsizliklere karşı olası değişikliklerin ve bunların olası etkilerinin izlenmesi, yatırımcılara bu konuda bilgi

verilmesi ve gerekli bilgi kanallarının kesintisiz ve erişilebilir olmasının sağlanması gerekmektedir.

Bu çalışmayı diğer çalışmalardan farklı kılan en önemli yönü, ekonomi politika belirsizliğinin para politikası belirsizliğine kıyasla sermaye piyasası yatırımcılarının yatırım kararlarını daha yüksek oranda etkilemesidir. Bu durum, ekonomi politika yapıcılarının ekonomi politikası belirsizliğini azaltmaya yönelik daha yoğun çalışmalar yapmaları gerektiğini göstermektedir. Elde edilen tüm bu sonuçlar, para politikası belirsizlikleri ve ekonomi politikası belirsizliklerinin yatırımcı davranışları üzerindeki etkisini anlamak isteyen yatırımcılar ve politika yapıcılar için önemli bir katkı sunmaktadır. Çalışmanın önemli kısıtlarından biri, veri setinin Mart 2009 ile Mart 2023 dönemini kapsamasıdır. Bir diğer kısıt ise, çalışmanın inceleme konusunun yeni sanayileşmiş ülkelerle sınırlı olmasıdır. Bu durum, farklı zaman dilimi ve farklı ekonomik yapıya sahip ülkelerde farklı sonuçların ortaya çıkma olasılığını artırmaktadır. Gelecekteki çalışmalar, para politikası belirsizliklerinin farklı sektörel borsa endeksleri üzerindeki etkilerini inceleyerek bu çalışmanın kapsamını genişletebilir. Bu sayede yatırımcılar, hangi sektöre yatırım yapmaları gerektiği konusunda daha bilinçli kararlar verebileceklerdir.

Yazarlık Beyanı: Tüm yazarlar çalışmanın tasarımı, veri toplama, analiz ve makale yazımına katkıda bulunmuştur. Tüm yazarlar makalenin son halini gözden geçirerek onaylamıştır.

Çıkar Çatışması Beyanı: Yazar(lar), araştırma, yazarlık ve yayımlama süreçlerinde herhangi bir çıkar çatışması bulunmadığını beyan eder.

Finansman: Yazar(lar), bu çalışmaya herhangi bir mali destek veya finansman sağlanmadığını beyan eder.

Etik Beyanı: Yazar(lar), bu çalışmada bilimsel ve etik ilkelere uyulduğunu ve kullanılan tüm kaynakların düzgün bir şekilde alıntalandığını beyan eder.

Kaynakça

- Ahmed, M. Y., & Sarkodie, S. A. (2021). COVID-19 Pandemic and Economic Policy Uncertainty Regimes Affect Commodity Market Volatility. *Resources Policy*, 74, 102303. <https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2021.102303>
- Aktan, C. C. (2010). Monetarizm ve Rasyonel Beklentiler Teorisi. *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 2(1), 168-182.
- Alqahtani, A., & Martinez, M. (2020). US Economic Policy Uncertainty and GCC Stock Market. *Asia-Pacific Financial Markets*, 27(3), 415-425.
- Arıcan, E. (1999). Çağdaş İktisadi Düşünce Okullarına Teorik Yaklaşım. *Öneri Dergisi*, 2(12), 101-108. <https://doi.org/10.14783/maruoneri.685249>
- Arratibel, O., & Michaelis, H. (2014). The impact of monetary policy and exchange rate shocks in Poland: Evidence from a time-varying VAR. ECB Working Paper No. 1636
- Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2013). Has Economic Policy Uncertainty Hampered the Recovery?. *Government Policies and the Delayed Economic Recovery*, 39. Baltagi, B. H. (2008). *Econometric analysis of panel data* (Vol. 4). Chichester: Wiley.

- Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2016). Measuring economic policy uncertainty. *The quarterly journal of economics*, 131(4), 1593-1636.
- Baltagi, B. H., Feng, Q., & Kao, C. (2011). Testing for Sphericity in a Fixed Effects Panel Data Model. *The Econometrics Journal*, 14(1), 25-47. <https://doi.org/10.1111/j.1368-423X.2010.00331.x>
- Barbieri, L. (2009). Panel Unit Root Tests Under Cross-Sectional Dependence: An overview. *Journal of Statistics: Advances in Theory and Applications*, 1(2), 117-158.
- Batabyal, S., & Killins, R. (2021). Economic policy uncertainty and stock market returns: Evidence from Canada. *The Journal of Economic Asymmetries*, 24, e00215.
- Bayar, G. (2011). Causes of Corruption: Dynamic Panel Data Analysis of Some Post Soviet Countries and East Asian Countries. *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 27(1). <https://doi.org/10.19030/jabr.v27i1.912>
- Bhuiyan, R. (2012). The Effects of Monetary Policy Shocks in Bangladesh: A Bayesian Structural VAR Approach. *International Economic Journal*, (26) June: 301-316. <https://doi.org/10.1080/10168737.2011.552514>
- Biçici, K. (2015). *Para Politikaları Şoklarının Hâsıla ve Fiyat Düzeyi Üzerindeki Asimetrik Etkiler: Orta Asya ve Balkan Kültürleri Uygulaması [Yüksek lisans tezi]*. Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü).
- Breusch, T. S., & Pagan, A. R. (1980). The Lagrange Multiplier Test and Its Applications To Model Specification In Econometrics. *The Review of Economic Studies*, 47(1), 239-253. <https://doi.org/10.2307/2297111>
- Camgöz, M. (2022). Global Belirsizlik Faktörlerinin BIST Hisse Senedi Fiyatlarına Asimetrik Etkilerinin NARDL Modeliyle Analizi. *Maliye Ve Finans Yazıları*(118), 71-100. <https://doi.org/10.33203/mfy.1103403>
- Çadrcı, Ç., & Kaya, L. (2023). Yeni Sanayilemiş Ülkelerde (Nic) Wagner Yasası Ve Keynesyen Hipotezinin Geçerliliğinin Fourier Nedensellik Analizi İle İncelenmesi. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 24(1), 293-306. <https://doi.org/10.31671/doujournal.1189303>
- Cai, Y. (2018). Predictive Power of US Monetary Policy Uncertainty Shock on Stock Returns in Australia and New Zealand. *Australian Economic Papers*, 57(4), 470-488. <https://doi.org/10.1111/1467-8454.12130>
- Ceylan, F. (2025). Para Politikaları Belirsizlikleri Hisse Senedi Getirilerini Nasıl Etkiliyor? Türkiye Örneği. *Optimum Ekonomi Ve Yönetim Bilimleri Dergisi*, 12(1), 121-141. <https://doi.org/10.17541/optimum.1573944>
- Çiğdem, G., & Altaylar, M. (2020). Cointegration Evidences From The New Fragile Five. *Journal of Life Economics*, 7(3), 269-282. <https://doi.org/10.15637/jlecon.7.020>
- Cihangir, Ç. K., & Koçoğlu, Ş. (2022). Oil Prices, Economic Policy Uncertainty and Stock Market Returns in Oil Importing Countries: The Impact of COVID-19 Pandemic. *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 40(1), 144-163. <https://doi.org/10.17065/huniibf.933167>
- Di Iorio, F., & Fachin, S. (2008). A note on the estimation of long-run relationships in dependent cointegrated panels.
- Eğilmez, M., (2020), *Para politikası araçları el kitabı*, <https://www.mahfiegilmez.com/2020/09/para-politikas-arac-ar-el-kitab.html>, Çevrimiçi, 15/06/2024).

- Eichenbaum, M., and C. L. Evans. (1995). Some Empirical Evidence on the Effects of Shocks to Monetary Policy on Exchange Rates. *The Quarterly Journal of Economics* 110:975–1009.
- Engle, R. F., & Granger, C. W. (1987). Co-integration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing. *Econometrica: journal of the Econometric Society*, 251-276. <https://doi.org/10.2307/1913236>
- Faust, J., Rogers, J. H., Swanson, E., & Wright, J. (2002). Identifying the Effects of Monetary Policy Shocks on Exchange Rates using Fed Funds Futures Data. working paper May.
- Faust, J., Rogers, JH, Swanson, E. ve Wright, JH (2003). Determining the Effects of Monetary Policy Shocks On Exchange Rates Using High-Frequency Data. *Journal of the European Economic Association* , 1 (5), 1031-1057. <https://doi.org/10.1162/154247603770383389>
- Granger, C. W., & Newbold, P. (1974). Spurious Regressions In Econometrics. *Journal of econometrics*, 2(2), 111-120.
- Güloğlu, B., & İspir, M. S. (2011). Doğal işsizlik oranı mı? İşsizlik histerisi mi? Türkiye için sektörel panel birim kök sınaması analizi. *Ege Akademik Bakış*, 11(2), 205-215.
- Guloglu, B., Tekin, R. B., & Saridogan, E. (2012). Economic Determinants of Technological Progress in G7 Countries: A Re-Examination. *Economics Letters*, 116(3), 604-608. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2012.06.012>
- Gürsoy, S., & Zeren, F. (2022). Ekonomik Politika Belirsizliği ve Borsa İlişkisi: G7 ve BRIC Ülkeleri Örneği. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, (61), 353-368.
- Haq, I. U., Ferreira, P., Quintino, D. D., Huynh, N., & Samantreeporn, S. (2023). Economic Policy Uncertainty, Energy and Sustainable Cryptocurrencies: Investigating Dynamic Connectedness during the COVID-19 Pandemic. *Economies*, 11(3), 76. <https://doi.org/10.3390/economies11030076>
- Holden, P., Anderson, M., Eckardt, F., Ziervogel, G., Jack, S. L., New, M. G., ... & Hoffman, M. T. (2024). Importance of methodological pluralism in deriving counterfactuals for evidence-based conservation. *Conservation Biology*, 38(3), e14285.
- İlgin, K. S. (2022). Ulusal Ekonomik Politika Belirsizliği ile Borsa Endeksleri Arasındaki İlişkinin İncelenmesi: Seçilmiş Avrupa Ülkeleri için Ampirik Bir Analiz. *Journal of Economic Policy Researches*, 9(2), 455-474.
- Irlandoust, A. H. J. M., & Hatemi, A. (2005). Foreign aid and economic growth: new evidence from panel cointegration. *Journal of economic development*, 30(1), 71-80.
- Kao, C. (1999). Spurious regression and residual-based tests for cointegration in panel data. *Journal of econometrics*, 90(1), 1-44.
- Karaçor, Z. (2014). Rasyonel Beklentiler Kuramında Enflasyon. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi*, 1(3), 143-150.
- Kartal, M. T., Depren, Ö., & Depren, S. K. (2021). Do Monetary Policy Measures Affect Foreign Exchange Rates during the COVID-19 Pandemic? Evidence from Turkey (preprint).
- Klein, M. (2015). Inequality and household debt: a panel cointegration analysis. *Empirica*, 42, 391-412.-
- Korkmaz, Ö., & Güngör, S. (2018). Küresel ekonomi politika belirsizliğinin borsa istanbul'da işlem gören seçilmiş endeks getirileri üzerindeki etkisi. *Anemon Muş Alparslan Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 6(ICEESS'18), 211-219.

- Nirola, N., & Sahu, S. (2020). Revisiting the Wagner's law for Indian states using second generation panel cointegration. *Economic Change and Restructuring*, 53(2), 241-263.
- Oktar, S., & Dalyancı, L. (2015). Türkiye Ekonomisinde Para Politikasının Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 32(1), 1-18.
- Ongan, S. ve Göçer, İ. (2021). Japonya İçin Para Politikası Belirsizlikleri Ve Para Talebi: Doğrusal Olmayan ARDL Yaklaşımı. *Asya Pasifik Ekonomi Dergisi*, 26 (1), 1-12.
- Özkan, N. (2024). Kripto Para Piyasası İle Küresel Ekonomi Politikası Belirsizliği Endeksi Arasındaki Nedensellik İlişkisinin Analizi. *Muhasebe Ve Finans İncelemeleri Dergisi*, 7(2), 100-111. <https://doi.org/10.32951/mufider.1466612>
- Park, D., Qureshi, I., Tian, S., & Villaruel, M. L. (2020). Impact of US Monetary Policy Uncertainty On Asian Exchange Rates. *Economic Change and Restructuring*, 1-10 <https://doi.org/10.1007/s10644-020-09307-3>
- Park, D., Qureshi, I., Tian, S., & Villaruel, M. L. (2020). Impact of US monetary policy uncertainty on Asian exchange rates. *Economic Change and Restructuring*, 73–82 (2022). <https://doi.org/10.1007/s10644-020-09307-3>
- Park, W. Y., & Kim, J. Y. (2021). Impact of Uncertainty Created by the US post-QE Monetary policy on Emerging Economies. *Seoul Journal of Economics*, 34(4).
- Pedroni, P. (1995). Panel cointegration. Asymptotic and Finite Sample Properties of Pooled Time Series Tests with an Application to the PPP Hypothesis, Indiana University.
- Pedroni, P. (2004). Panel Cointegration: Asymptotic and Finite Sample Properties of Pooled Time Series Tests with An Application To The PPP hypothesis. *Econometric Theory*, 20(3), 597-625. <https://doi.org/10.1017/S0266466604203073>
- Peng, G., Huiming, Z., & Wanhai, Y. (2018). Asymmetric Dependence Between Economic Policy Uncertainty and Stock Market Returns In G7 and BRIC: A Quantile Regression Approach. *Finance Research Letters*, 25, 251-258. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2017.11.001>
- Pesaran, M. H. (2007). A Simple Panel Unit Root Test In The Presence of Cross-Section Dependence. *Journal of Applied Econometrics*, 22(2), 265-312. <https://doi.org/10.1002/jae.951>
- Pesaran, M. H., Shin, Y., & Smith, R. P. (1999). Pooled Mean Group Estimation Of Dynamic Heterogeneous Panels. *Journal of the American statistical Association*, 94(446), 621-634. <https://doi.org/10.1080/01621459.1999.10474156>
- Pesaran, M. H., Ullah, A., & Yamagata, T. (2008). A Bias-aAdjusted LM Test of Error Cross-Section Independence. *The Econometrics Journal*, 11(1), 105-127. <https://doi.org/10.1111/j.1368-423X.2007.00227.x>
- Sumer, S., & Mola, H. (2022). Karar Verme Eğilimlerinde Eleştirel Düşünme Becerisinin Etkisi. *Turkish Business Journal*, 3(6), 87-102. <https://doi.org/10.51727/tbj.1199873>
- Tatoğlu, F. Y. (2017). *Panel Zaman Serileri Analizi*. İstanbul: Beta Yayınları, (s 237).
- Ülke, V., & Berument, MH (2016). Para Politikası Şoklarının Ekonomik Performans Üzerindeki Asimetrik Etkileri: Türkiye'den Ampirik Kanıtlar. *Uygulamalı Ekonomi Mektupları*, 23 (5), 353-360.
- Turnacıgil, S. (2024). Borçlanma Kararlarında Ekonomi Politikası Belirsizliğinin Rolü. *Politik Ekonomik Kuram*, 8(4), 1119-1134. <https://doi.org/10.30586/pek.1555725>

- Westerlund, J. (2008). Panel Cointegration Tests of The Fisher Effect. *Journal of Applied Econometrics*, 23(2), 193-233. <https://doi.org/10.1002/jae.967>
- Westerlund, J., & Edgerton, D. L. (2008). A simple test for cointegration in dependent panels with structural breaks. *Oxford Bulletin of Economics and statistics*, 70(5), 665-704.
- Yılandı, V., Tıraşoğlu, M., & Arı, A. (2016). Para Politikası Şoklarının Etkisi: Asimetrik Etki Tepki İşlevi Yaklaşımı. *Ekonomik Yaklaşım*, 27 (100).
- Yıldırım, H., Akdağ, S., & Kaya, İ. G. (2023). ABD Para Politikaları Belirsizliğinin Pay Senedi Getirileri Üzerine Etkisi: BİST100 Örneği. *Maliye Ve Finans Yazıları*(120), 231-246. <https://doi.org/10.33203/mfy.1328940>
- Yılmaz Özekenci, S. (2024). Ekonomik Politika Belirsizliği Endeksi İle Borsa Endeksleri Arasındaki İlişkinin İncelenmesi: OECD Ülkeleri Örneği. *Maliye Ve Finans Yazıları*(121), 217-234. <https://doi.org/10.33203/mfy.1386682>
- Ziaei, S. M. 2014. Evaluating The Effects Of Monetary Policy Shocks On Aggregate Demand Components in GCC Countries: Evidence from Svar. *The Journal of Developing Areas*, Winter: 405-423.