

Whose ‘exorbitant privilege’? – Treasury yields of reserve currency issuers in the context of central bank balance sheet expansion

Author: Mikó, Szabolcs

Supervisor: Lehmann, Kristóf

Finished on April 15, 2024.

Abstract

Recent increases in U.S. Treasury note yields have cast doubt on a long-recognised benefit of the dollar’s international reserve role for the United States: the ability to borrow at low costs. This paper investigates whether demand by foreign reserves significantly reduces interest rates on government bonds of reserve currency issuers. An autoregressive distributed lags–equilibrium correction model is estimated to identify the long-run effects of government bond purchases by the foreign official sector on 10-year yields, disentangling their impact from domestic central bank asset purchases and various macroeconomic factors. Results indicate that demand by foreign monetary authorities continues to exert a significant, albeit decreasing downward pressure on the yields of U.S. Treasuries, distinct from the impact of the Federal Reserve’s balance sheet expansion, amounting to 122 basis points on average over the past twenty years. This advantage, however, is not unique to the dollar and the United States: France enjoys a comparable yield compression, and Germany benefits twice as much from supplying safe assets denominated in another international reserve currency. Lower yields in the Euro area are not primarily driven by different macroeconomic conditions; rather, global demand for euro-denominated safe assets is concentrated on the bond markets of select member states, amplifying their ‘exorbitant privilege’. Without this advantage, German bunds would have traded at approximately the same yields as U.S. Treasuries over the past twenty years.

Kié a “mértéktelen kiváltság”? – Tartalékdeviza-kibocsátók államkötvényhozamai a jegybanki mérlegexpanzió kontextusában

Absztrakt

A közelmúlt emelkedő amerikai államkötvényhozamai megkérdőjelezték az Egyesült Államok számára a dollár nemzetközi tartalékdeviza szerepéből származó adósságfinanszírozási költségelőnyt. Ez a tanulmány egy autoregresszív hibakorrekciós modellt alkalmazva vizsgálja

a tartalékdevizák iránti külföldi kereslet hatását a kötvényhozamokra. Az eredmények alapján a külföldi monetáris hatóságok által támasztott kereslet jelentősen – az elmúlt két évtized során átlagosan 122 bázisponttal – csökkentette a tízéves amerikai államkötvények hozamát. Ez az előny azonban nem korlátozódik az Egyesült Államokra: Franciaország hasonló, Németország pedig ennél is nagyobb hozamcsökkenést élvez az euróban denominált kötvényeik iránti globális jegybanki keresletnek köszönhetően. Ennek hiányában a német államkötvények hozzávetőleg az amerikai hozamokkal megegyező szinten forogtak volna az elmúlt két évtizedben.