

ESSAYS IN INTERNATIONAL MACROECONOMICS AND FINANCE

Thesis summary – Marco GRAZIANO

HEC Lausanne / September 2024

The central topic of this thesis is the demand for and supply of safe assets, which play a critical role in the economy as store of value and mechanism of insurance.

The first chapter explores the implications of the special features of US Treasuries for the portfolio choice of foreign investors, whose large and stable demand underpins the ability of the US government to borrow at a competitive rate, earning a “convenience yield”. This chapter develops a model showing how special preferences for US Treasuries have a large effect on the reaction of foreign investors’ demand to returns, and on the funding cost of US government debt through interest rates.

The second chapter studies the effects of debt supply choice by the US government, provider of the world’s safe asset. It shows that accounting for optimisation in debt supply by the government introduces a downward bias in empirical estimates of the relationship between the quantity of government debt, convenience yields and exchange rates, and corrects this bias with a novel instrumental variable strategy.

The third chapter analyses the role of excess currency returns for safe government bonds on a hedged and unhedged basis for the portfolio choice of US mutual funds, a large and increasingly important player in sovereign debt markets. Mutual fund managers actively respond to excess returns, triggering significant capital flows from the US to other advanced economies in response to yield differentials.

The fourth chapter introduces a novel transmission mechanism of the Federal Reserve’s quantitative easing policies to the European economy through holdings of US Treasuries by European banks. Quantitative easing raises the dollar price of Treasuries, but at the same time it depreciates the dollar, with opposite effects on banks’ balance sheets. We find that the negative effect through the exchange rate dominates, leading to a contraction in lending.

Le thème central de cette thèse est la demande et l'offre d'actifs sûrs, qui jouent un rôle essentiel dans l'économie en tant que réserve de valeur et mécanisme d'assurance.

Le premier chapitre explore les implications des caractéristiques spéciales des bons du Trésor américain pour le choix du portefeuille des investisseurs étrangers, dont la demande importante et stable soutient la capacité du gouvernement américain à emprunter à un taux compétitif, en obtenant un “rendement de commodité”. Ce chapitre développe un modèle montrant comment les préférences particulières pour les bons du Trésor américain ont un effet important sur la réaction de la demande des investisseurs étrangers aux rendements et sur le coût de financement de la dette du gouvernement américain par le biais des taux d'intérêt.

Le deuxième chapitre étudie les effets du choix de l'offre de dette par le gouvernement américain, fournisseur de l'actif le plus sûr au monde. Il montre que la prise en compte de l'optimisation de l'offre de dette par le gouvernement introduit un biais à la baisse dans les estimations empiriques de la relation entre la quantité de dette publique, les rendements de commodité et les taux de change, et corrige ce biais à l'aide d'une nouvelle stratégie de variables instrumentales.

Le troisième chapitre analyse le rôle des rendements excédentaires des obligations d'État sûres, couvertes et non couvertes, dans le choix du portefeuille des fonds communs de placement américains, un acteur de plus en plus important sur les marchés de la dette souveraine. Les gestionnaires de fonds communs de placement réagissent activement aux rendements excédentaires, déclenchant d'importants flux de capitaux des États-Unis vers d'autres économies avancées en réponse aux différentiels de rendement.

Le quatrième chapitre présente un nouveau mécanisme de transmission des politiques d'assouplissement quantitatif de la Réserve fédérale à l'économie européenne par le biais des avoirs en bons du Trésor américain détenus par les banques européennes. L'assouplissement quantitatif augmente le prix en dollars des bons du Trésor, mais en même temps il déprécie le dollar, avec des effets opposés sur les bilans des banques. Nous constatons que l'effet négatif par le biais du taux de change domine, entraînant une contraction des prêts.