

# Kiều hối và tỷ giá hối đoái: Nghiên cứu thực nghiệm tại các thị trường mới nổi

• Nguyễn Phúc Cảnh

Trường Đại học Kinh tế TP HCM - Email: canhnguyen@ueh.edu.vn

(Bài nhận ngày 21 tháng 09 năm 2015, hoàn chỉnh sửa chữa ngày 29 tháng 12 năm 2015)

## TÓM TẮT

Đối với một quốc gia mở cửa nền kinh tế, tỷ giá hối đoái luôn đóng vai trò quan trọng, tỷ giá tác động đến cả hoạt động thương mại, đầu tư và rủi ro vĩ mô của các quốc gia này. Có nhiều yếu tố tác động đến tỷ giá như lạm phát, lãi suất, cán cân thanh toán quốc tế, trong đó một trong những yếu tố có vai trò ngày càng quan trọng trong hơn một thập kỷ qua là dòng kiều hối khi giá trị của dòng kiều hối ngày càng lớn, đặc biệt tại các nền kinh tế mới nổi. Nghiên

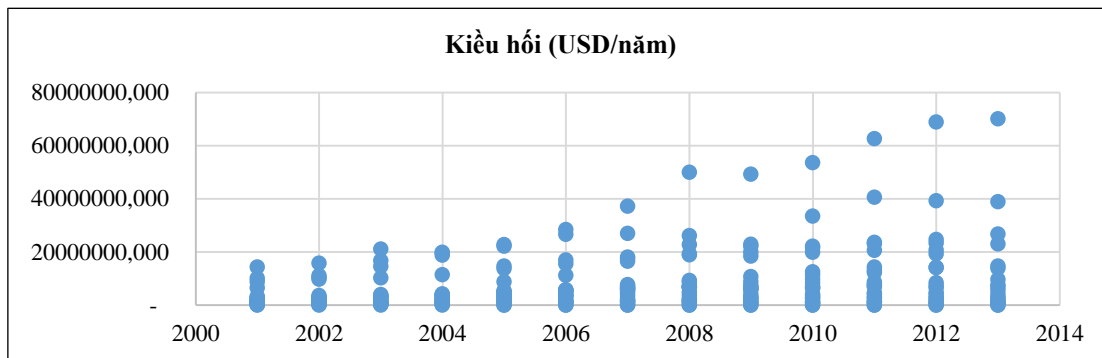
cứu này sử dụng dữ liệu tại 21 quốc gia có được xếp vào nhóm nước là thị trường mới nổi trong giai đoạn 2001 – 2013 để xem xét tác động của kiều hối đến tỷ giá hối đoái của các quốc gia này. Thông qua mô hình ước lượng cho dữ liệu bảng, chúng tôi phát hiện rằng kiều hối làm tăng giá trị đồng nội tệ, kết quả này không thay đổi do ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008.

**Từ khóa:** kiều hối, tỷ giá hối đoái, khủng hoảng, thị trường mới nổi.

## 1. GIỚI THIỆU

Mặc dù có bị ảnh hưởng nhẹ bởi khủng hoảng năm 2008, lượng kiều hối nhận được của các quốc gia được xếp vào nhóm thị trường mới nổi vẫn gia tăng về giá trị trong hơn 10 năm qua

(hình 1). Với giá trị kiều hối tăng lên, vai trò của dòng tiền này với các quốc gia đang phát triển, đặc biệt các quốc gia được xếp vào nhóm các thị trường mới nổi cũng ngày càng quan trọng.

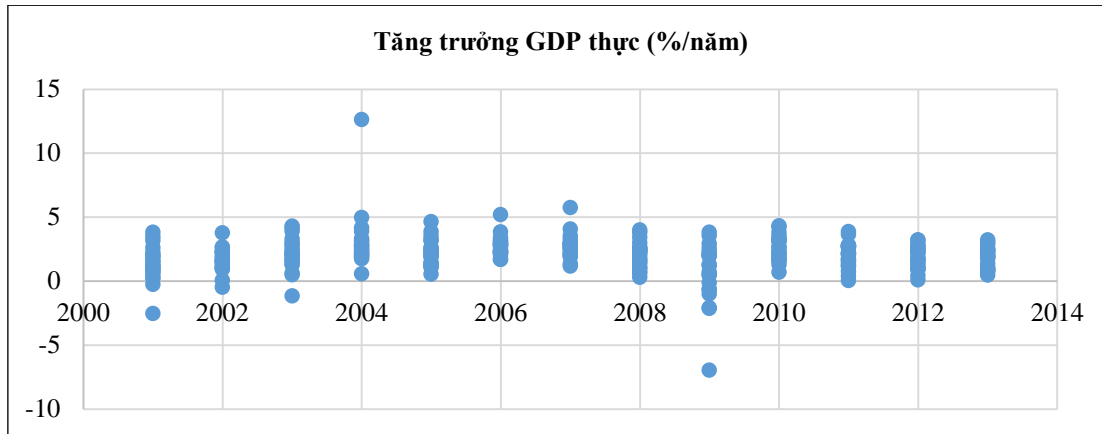


**Hình 1. Kiều hối nhận được tại 20 thị trường mới nổi**

Nguồn: Tổng hợp từ dữ liệu của Worldbank

Trong khi đó, tăng trưởng GDP thực của các quốc gia này tăng lên trong giai đoạn 2001 – 2007 thì bị ảnh hưởng tương đối mạnh trong giai đoạn 2008 – 2009, sau đó tiếp tục xu hướng giảm trong giai đoạn 2011 – 2013. Điều này cho thấy rằng khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008 có tác động mạnh mẽ đến tăng trưởng kinh tế và các yếu tố khác của các nền kinh tế mới nổi (hình 2).

Trong khi đó, hoạt động thương mại và đặc biệt là xuất khẩu được xem là thế mạnh và là động cơ tăng trưởng trong những năm gần đây của các quốc gia này khi mở cửa nền kinh tế với lợi thế về lao động giá rẻ và nguồn tài nguyên dồi dào tạo cơ sở để các quốc gia này gia tăng xuất khẩu đồng thời cải thiện hoạt động sản xuất nội địa để tạo lợi thế cạnh tranh trên thị trường thế giới cho hàng hóa sản xuất nội địa.



**Hình 2. Tăng trưởng GDP thực tại 20 thị trường mới nổi**

*Nguồn: Tổng hợp từ dữ liệu của Worldbank*

Tuy nhiên, biến động trong tỷ giá sẽ có tác động mạnh đến hoạt động thương mại của các quốc gia này, đặc biệt với thực tế đồng tiền của các thị trường mới nổi không phải là đồng tiền mạnh trên thế giới, cho nên biến động trong các dòng vốn hay các yếu tố vĩ mô sẽ có tác động mạnh đến thay đổi trong tỷ giá hối đoái và ảnh hưởng đến hoạt động thương mại và tăng trưởng kinh tế của các quốc gia này. Do đó việc xem xét các yếu tố tác động đến sự thay đổi trong tỷ giá hối đoái là cần thiết cho các nhà hoạch định chính sách, đặc biệt là Ngân hàng trung ương trong điều hành chính sách tỷ giá phù hợp. Trong khi đó, dòng kiều hối ngoài tác động tích cực đến tăng trưởng kinh tế thông qua hiệu ứng thu nhập thì dòng vốn này còn có hiệu ứng tiêu cực lên nền kinh tế của một quốc gia vì dòng vốn này tăng lên làm tăng giá trị đồng nội tệ và

làm xấu đi cán cân thương mại nên ảnh hưởng tiêu cực đến tăng trưởng kinh tế. Do đó, nghiên cứu này xem xét tác động của kiều hối đến tỷ giá hối đoái tại 20 quốc gia<sup>1</sup> được xem là thị trường mới nổi trong giai đoạn 2001 - 2013. Phần tiếp theo trình bày cơ sở lý thuyết và mô hình nghiên cứu.

## 2. TỔNG QUAN LÝ THUYẾT

Rất nhiều nghiên cứu thực nghiệm xem xét tác động của kiều hối đến các yếu tố vĩ mô của quốc gia như tiêu dùng tư nhân, đầu tư tư nhân, sự phát triển của hệ thống tài chính, thể chế, tham nhũng, tỷ giá và cả cán cân thương mại

<sup>1</sup> 20 quốc gia đang phát triển có nhận kiều hối tại Châu Á Thái Bình Dương bao gồm: Bangladesh, Brazil, China, Colombia, Egypt, India, Indonesia, Malaysia, Mauritius, Mexico, Morocco, Nigeria, Pakistan, Peru, Philippines, South Africa, Thailand, Turkey, Ukraine, Vietnam

(Abdih et al., 2012; Acosta et al., 2009; Adams Jr & Cuecuecha, 2010, 2013; Aggarwal et al., 2011; Beine et al., 2012; Berdiev et al., 2013), thông qua tác động của kiều hối lên thu nhập hay của cải của hộ gia đình do đó có tác động đến tiêu dùng và đầu tư tư nhân (Adams Jr & Cuecuecha, 2010; Combes & Ebeke, 2011; Fransen & Mazzucato, 2014). Các nghiên cứu khác lại xem xét tác động của kiều hối lên chất lượng thể chế thông qua tình trạng tham nhũng và chất lượng của Chính phủ (Abdih et al., 2012; Berdiev, Kim & Chang, 2013). Những nghiên cứu đó thường tập trung vào xem xét tác động của kiều hối lên khả năng giúp các quốc gia nhận kiều hối giảm nghèo đói và cải thiện chất lượng cuộc sống của người dân (Acosta et al., 2008; Adams Jr & Cuecuecha, 2013; Adams Jr & Page, 2005; Imai et al., 2014), hay tác động giúp phát triển hệ thống tài chính cũng như tiến trình mở cửa thị trường tài chính của các quốc gia (Aggarwal, Demirgüç-Kunt & Pería, 2011; Anzoategui et al., 2014; Beine, Lodigiani & Vermeulen, 2012; Chowdhury, 2011; Giuliano & Ruiz-Arranz, 2009).

Tuy vậy, trọng tâm trong các nghiên cứu về ảnh hưởng của kiều hối lên các yếu tố vĩ mô là khả năng kích thích tăng trưởng kinh tế (Catrinescu et al., 2009; Giuliano & Ruiz-Arranz, 2009; Imai et al., 2014; Jouini, 2015; King et al., 1988; Kumar, 2013; Lim & Simmons, 2015; Nyamongo et al., 2012; Rao & Hassan, 2011; Zieseimer, 2010), thông qua ảnh hưởng của kiều hối lên tỷ giá, cán cân thương mại, thu nhập, đầu tư, tiêu dùng, trong đó tác động của kiều hối đến tỷ giá hối đoái rồi truyền dẫn đến cán cân thương mại được quan tâm và nghiên cứu tại nhiều khu vực và đi đến lý thuyết được gọi tên là “căn bệnh Hà Lan” (Dutch disease) (Acosta, Lartey & Mandelman, 2009; Amuedo-Dorantes & Pozo, 2004; Bourdet & Falck, 2006).

Tác động của kiều hối đến giá trị đồng nội tệ thông qua biến tỷ giá hối đoái được nghiên cứu và định nghĩa thành thuật ngữ “Căn bệnh Hà Lan”, thuật ngữ này được sử dụng lần đầu tiên để mô tả hiện tượng tại Hà Lan, khi ngành khai thác khí gas tự nhiên phát triển thu hút dòng vốn nước ngoài từ đó làm giá trị của đồng nội tệ nước này nên làm giảm khả năng cạnh tranh của hàng hóa xuất khẩu của Hà Lan vì vậy ảnh hưởng tiêu cực lên cán cân thương mại và tăng trưởng kinh tế trong các nghiên cứu của Corden & Neary (1982), Corden (1984). Các nghiên cứu thực nghiệm như nghiên cứu của Amuedo-Dorantes & Pozo (2004) tại các quốc gia nhỏ và mở cửa khu vực Trung Mỹ và Nam Mỹ tìm thấy bằng chứng về tác động của kiều hối lên tỷ giá hối đoái và kết luận hiện tượng “căn bệnh Hà Lan” tồn tại. Cụ thể khi dòng kiều hối tăng lên làm tăng giá trị đồng nội tệ nên làm giảm tính cạnh tranh của hàng nội địa trên thị trường quốc tế của các quốc gia trong khu vực, do đó lĩnh vực sản xuất nội địa có sự dịch chuyển nguồn lực từ khu vực sản xuất hàng có thể giao thương sang khu vực sản xuất hàng không thể giao thương. Còn nghiên cứu của Bayangos & Jansen (2011) cũng phát hiện bằng chứng về hiện tượng “căn bệnh Hà Lan” tại Phillipines khi dòng kiều hối chuyển về nước này tăng lên. Nghiên cứu của Acosta, Lartey & Mandelman (2009) cũng phát hiện bằng chứng về tác động của kiều hối lên tỷ giá theo hiện tượng “căn bệnh Hà Lan” tại El Salvador. Đồng thời, nghiên cứu của Combes & Ebeke (2011) cũng phát hiện bằng chứng tương tự.

Tuy nhiên, không phải trong trường hợp nào kiều hối cũng làm tăng giá trị đồng nội tệ và làm thay đổi tỷ giá hối đoái, tác động đó phụ thuộc vào phản ứng của chính sách vĩ mô, sự phát triển của thị trường sản xuất và thị trường tài chính tại các quốc gia nhận kiều hối và nhiều yếu tố khác (Acosta, Lartey & Mandelman, 2009; Amuedo-Dorantes & Pozo, 2004; Bourdet

& Falck, 2006). Đồng thời, các nghiên cứu trên thế giới gần như thường tiến hành nghiên cứu tại một khu vực lãnh thổ hoặc một nhóm các quốc gia nhỏ và nghèo mà chưa tiến hành tại nhóm các nước được xếp vào nhóm các quốc gia là thị trường mới nổi. Đặc biệt chưa có nghiên cứu về tác động của kiểu hối lên các nước đang phát triển trước và sau khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008, do đó nghiên cứu này đóng góp vào các nghiên cứu thực nghiệm về tác động của kiểu hối lên tỷ giá hối đoái tại các quốc gia có thị trường mới nổi và sự thay đổi trong giai đoạn trước và sau khủng hoảng. Phần tiếp theo trình bày mô hình nghiên cứu tác động của kiểu hối lên tỷ giá hối đoái.

### 3. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

#### Mô hình nghiên cứu

Để xem xét tác động của kiểu hối lên tỷ giá hối đoái thực, đồng thời kiểm tra tính bền vững của kết quả nghiên cứu, bài viết này sử dụng mô hình các yếu tố tác động đến tỷ giá hối đoái thực được xây dựng từ nghiên cứu của Blundell-Wignall et al. (1993). Cụ thể hơn, trong nghiên cứu trước đó của Edwards' (1988, 1989) khi xác định các yếu tố tác động đến tỷ giá hối đoái đã đưa ra mô hình cân bằng tổng quát cho trường hợp quốc gia nhỏ và mở cửa đồng thời kèm theo các điều kiện về tác động của hành vi người tiêu dùng, nhà sản xuất và cả khu vực chính phủ. Trong đó, nền kinh tế nhỏ và mở cửa được giả định sẽ sản xuất hai loại hàng hóa: hàng có thể giao thương ( $T$ ) và hàng không thể giao thương ( $N$ ), khu vực chính phủ được giả định có tiêu dùng cả hai loại hàng hóa và tài trợ các khoản chi tiêu đó bằng thuế và vay nợ, đồng thời giả định rằng trong nền kinh tế có nắm giữ cả nội tệ và ngoại tệ. Mô hình mà Edward xây dựng các yếu tố tác động đến tỷ giá cân bằng bao gồm các

yếu tố thuộc hai khu vực: khu vực bên ngoài và khu vực nội địa. Các yếu tố thuộc khu vực bên ngoài bao gồm giá thế giới (được xác định bằng chỉ số điều kiện thương mại), các khoản chu chuyển vốn quốc tế, và lãi suất thực của thế giới. Các yếu tố thuộc khu vực nội địa bao gồm chính sách tiền tệ, chính sách nhập khẩu và xuất khẩu nội địa, chính sách kiểm soát tỷ giá và dòng vốn, chính sách tài khóa, và sự phát triển trong công nghệ. Dựa vào phân tích của Edward, đồng thời mô hình thực nghiệm trong nghiên cứu của Chowdhury (2012), bài viết đưa biến đại diện cho dòng kiểu hối vào thành phần trong các khoản chu chuyển vốn quốc tế thuộc các yếu tố bên ngoài trong hàm số của tỷ giá hối đoái thực và ước lượng mô hình có dạng:

$$DER_{it} = \alpha DER_{it-1} + \beta_1 DRE_{it-1} + \beta_2 DrealGDPg_{it} + \beta_3 DEXDEBT_{it} + \beta_4 DINF_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Trong đó:  $DER$  là tỷ lệ thay đổi trong tỷ giá hối đoái,  $DRE$  là tỷ lệ thay đổi trong kiểu hối nhận được, khi tỷ lệ kiểu hối tăng lên sẽ làm gia tăng cung ngoại tệ và làm giảm giá đồng ngoại tệ tức làm giảm tỷ giá (tỷ giá đang niêm yết theo phương pháp 1 ngoại tệ = x nội tệ);  $DrealGDPg$  là tỷ lệ thay đổi trong GDP thực, tỷ lệ tăng trưởng GDP thực cao hơn có nghĩa rằng nền kinh tế mạnh hơn và làm tăng giá trị đồng nội tệ;  $DEXDEBT$  là tỷ lệ thay đổi trong tổng giá trị nợ nước ngoài, nợ nước ngoài càng cao sẽ càng làm tăng cầu nội tệ tương lai nên làm giảm giá trị đồng nội tệ;  $DINF$  là tỷ lệ thay đổi trong lạm phát, lạm phát càng cao sẽ càng làm mất giá đồng nội tệ. Biến tỷ giá trễ một kỳ được sử dụng để xử lý hiện tượng tự tương quan trong tỷ giá. Cách tính và ý nghĩa của các biến được trình bày ở bảng 1.

Bảng 1. Biến và mô tả

Biến	Cách tính	Nguồn	Kỳ vọng dấu
Der	Tỷ lệ thay đổi trong tỷ giá (%)	Tính toán từ dữ liệu của Worldbank	
Dre	Tỷ lệ thay đổi trong kiều hối (%)	Tính toán từ dữ liệu của Worldbank	-
Drealgdp	Tỷ lệ thay đổi trong tăng trưởng GDP thực (%)	Tính toán từ dữ liệu của Worldbank	-
Dinf	Tỷ lệ thay đổi trong lạm phát (%)	Tính toán từ dữ liệu của Worldbank	+
Dextdebt	Tỷ lệ thay đổi trong nợ nước ngoài (%)	Tính toán từ dữ liệu của Worldbank	+

Về mặt lý thuyết, tác động của cải tiến trong công nghệ và năng suất sản xuất đến tỷ giá hối đoái thực được xem là yếu tố nội địa không liên quan đến chính sách vĩ mô của chính phủ, và tác động của cải tiến công nghệ đến tỷ giá hối đoái thực thường thông qua tác động của yếu tố này đến khu vực sản xuất hàng có thể giao thương nội địa. Về phía cung, với cải tiến trong công nghệ và năng suất sản xuất sẽ giúp giảm chi phí sản xuất hàng hóa, đặc biệt là hàng hóa có thể giao thương do đó giúp gia tăng xuất khẩu đồng thời giảm nhập khẩu nên tạo ra hiệu ứng giúp gia tăng giá trị của nội tệ tức là làm giảm tỷ giá theo phương pháp yết giá trực tiếp. Trong khi đó về phía cầu, khi công nghệ được cải tiến, năng suất lao động tăng sẽ làm gia tăng thu nhập của người dân, thu nhập tăng lại làm gia tăng tiêu dùng nội địa nên tăng nhập khẩu và giảm xuất khẩu từ đó làm giảm giá trị của nội tệ tức là làm tăng tỷ giá (Chowdhury, 2012; Edwards, 1988). Như vậy, tác động của phát triển công nghệ và tăng năng suất lao động đến tỷ giá thực phụ thuộc vào tác động của phía cung hay phía cầu mạnh hơn. Nghiên cứu này sử dụng biến tăng trưởng trong GDP thực (*DrealGDPg*) để đại diện cho sự thay đổi trong chất lượng của nền kinh tế, thông qua đó đo lường tác động đến tỷ giá (Chowdhury, 2012; Edwards, 1988).

Với chi tiêu của chính phủ, biến này được xem là đại diện cho chính sách tài khóa của

chính phủ, và khi chính phủ tăng chi tiêu sẽ dẫn đến việc gia tăng thuế hoặc tăng vay nợ của chính phủ (Sutherland, 1997; Talvi & Vegh, 2005). Tuy nhiên, khi Chính phủ gia tăng chi tiêu sẽ tăng cầu hàng hóa nội địa gồm cả hàng có thể và không thể giao thương. Nếu Chính phủ chủ yếu chi tiêu cho hàng hóa không thể giao thương thì giá của loại hàng này tăng lên làm cho sản xuất nội địa loại hàng này tăng lên và giá trị đồng nội tệ sẽ tăng và tỷ giá hối đoái thực sẽ giảm. Ngược lại nếu chính phủ chủ yếu chi tiêu cho loại hàng có thể giao thương sẽ dẫn đến nhập khẩu nhiều hơn và giá đồng nội tệ giảm và tỷ giá thực tăng. Đồng thời, việc Chính phủ chi tiêu nhiều hơn dẫn đến mong đợi rằng Chính phủ phải vay nợ nhiều hơn hoặc tăng thuế cao hơn trong tương lai, từ đó dẫn đến mức lãi suất cũng như rủi ro cao hơn làm cho đồng nội tệ mất giá dẫn đến tỷ giá thực tăng (Tarditi, 1996). Khi Chính phủ mở rộng chính sách tài khóa, đặc biệt ở các quốc gia đang phát triển như các nước có nền kinh tế mới nổi, thường được tài trợ bằng nợ vay nước ngoài. Với nợ nước ngoài, nếu nợ nước ngoài càng cao sẽ đòi hỏi cán cân thương mại trong tương lai phải thặng dư nhiều hơn để chi trả, đồng thời nợ nước ngoài cao hơn dẫn đến việc chi trả trong tương lai bằng ngoại tệ nhiều hơn sẽ làm giảm giá đồng nội tệ và tăng giá ngoại tệ nên làm tăng tỷ giá (Chowdhury, 2012; Dornbusch, 1984; Edwards, 1988, 1989).

Do đó, nghiên cứu sử dụng biến thay đổi trong nợ nước ngoài (*DEXTDEBT*) để đo lường tác động của nợ nước ngoài và đồng thời đại diện luôn cho chính sách tài khóa đến tỷ giá hối đoái.

Với lạm phát, sự thay đổi trong lạm phát theo lý thuyết ngang giá sức mua sẽ tác động làm giảm giá đồng nội tệ cho nên làm gia tăng tỷ giá (Alogoskoufis & Smith, 1991; De Gregorio et al., 1994; Dornbusch, 1976; Shapiro, 1975). Do đó, nghiên cứu này sử dụng biến thay đổi trong lạm phát (*DINF*) để xem xét tác động của lạm phát đến tỷ giá.

Cuối cùng, với biến kiều hối, chúng ta có thể thấy rằng kiều hối được xem như dòng vốn chuyển vào của một quốc gia. Kiều hối chuyển vào làm gia tăng thu nhập nội địa đồng thời tăng cung ngoại tệ, do đó sẽ có thể có đồng thời cả hai tác động. Thứ nhất, thu nhập tăng lên làm cho người dân có thể cắt giảm giờ lao động để thụ hưởng và chi tiêu, vì vậy sản xuất trong nước với chi phí lao động cao hơn sẽ dẫn đến hàng sản xuất nội địa cao hơn và nhập khẩu gia tăng. Nếu chi tiêu của người dân từ kiều hối vào các loại hàng sản xuất nội địa sẽ giúp gia tăng thu nhập và tăng sản xuất trong nước thì làm nội tệ tăng giá, nhưng nếu chi tiêu này vào các loại hàng có thể nhập khẩu sẽ dẫn đến làm gia tăng

nhập khẩu và làm giảm giá nội tệ và tăng tỷ giá. Thứ hai, dòng kiều hối tăng lên sẽ gia tăng cung ngoại tệ trên thị trường nội địa cho nên làm giảm giá nội tệ và từ đó làm tăng tỷ giá (Acosta, Lartey & Mandelman, 2009; Amuedo-Dorantes & Pozo, 2004; Bayangos & Jansen, 2011; Bourdet & Falck, 2006). Vì vậy tác động của kiều hối lên tỷ giá cũng phụ thuộc vào nhiều yếu tố. Phần tiếp theo trình bày dữ liệu được thu thập để sử dụng cho nghiên cứu này.

#### Dữ liệu nghiên cứu

Các dữ liệu trên được thu thập và tính toán từ báo cáo World Development Index của Worldbank cho 20 quốc gia được xếp vào nhóm thị trường mới nổi bao gồm Bangladesh, Brazil, China, Colombia, Egypt, India, Indonesia, Malaysia, Mauritius, Mexico, Morocco, Nigeria, Pakistan, Peru, Philippines, South Africa, Thailand, Turkey, Ukraine và Việt Nam trong giai đoạn 2001 - 2013. Mô tả thống kê các biến được trình bày ở bảng 2 cho thấy tính trung bình tỷ giá của các quốc gia trên có xu hướng tăng trong giai đoạn 2001 - 2013 với tốc độ trung bình trên 2%/năm. Điều này cho thấy trong giai đoạn trên giá trị đồng nội tệ của các thị trường mới nổi có xu hướng giảm so với USD.

**Bảng 2. Mô tả thống kê các biến**

Biến	N	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất
Der	260	2.037	10.341	-28.233	96.026
Dre	256	17.997	54.810	-99.717	544.171
Drealgdpg	259	-0.031	1.756	-11.154	8.743
Dinf	260	-0.215	4.056	-19.668	14.813
Dextdebt	260	9.946	24.638	-80.640	250.210

*Nguồn: Tính toán của tác giả*

Trong khi đó, tốc độ gia tăng của kiều hối trung bình đạt trên 17%/năm cho thấy sự phát triển và quy mô ngày càng lớn của dòng kiều hối chảy về các thị trường mới nổi. Tuy nhiên, độ lệch chuẩn lớn cho thấy rằng dòng kiều hối

cũng có sự biến động mạnh. Điều ngạc nhiên là trong giai đoạn trên thay đổi trong tăng trưởng GDP thực của các thị trường mới nổi tính trung bình là âm 0.031% cho thấy rằng trong giai đoạn trên tăng trưởng GDP thực của các quốc gia trên

có xu hướng chậm lại, cùng với đó là hiện tượng giảm dần trong tỷ lệ lạm phát. Tuy nhiên, như đã phân tích, tỷ lệ thay đổi trong nợ nước ngoài

của nhóm nước trên đạt trung bình trên 9.9%/năm cho thấy các thị trường mới nổi có xu hướng vay nợ nhiều hơn trong giai đoạn trên.

**Bảng 3. Hệ số tương quan giữa các biến**

Hệ số tương quan p-value	Der	Dre	Drealgdp	Dinf	Dextdebt
Der	1.000				
Dre	-0.118* 0.059	1.000			
Drealgdp	-0.267*** 0.000	-0.220*** 0.000	1.000		
Dinf	0.009 0.888	0.037 0.561	-0.042 0.504	1.000	
Dextdebt	-0.029 0.637	-0.056 0.371	0.095 0.130	-0.042 0.497	1.000

\*, \*\*, \*\*\* tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%

Nguồn: tính toán của tác giả

Hệ số tương quan giữa các biến được ước lượng và sử dụng kiểm định t-test để kiểm tra ý nghĩa thống kê, kết quả ở bảng 3 cho thấy rằng thay đổi trong tỷ giá hối đoái có tương quan âm với thay đổi trong kiểu hối có nghĩa rằng kiểu hối làm giảm tỷ giá (tức làm gia tăng giá trị đồng nội tệ). Cùng với đó, hệ số tương quan âm giữa thay đổi trong tỷ giá và thay đổi trong GDP thực cũng cho thấy rằng khi GDP thực tăng lên sẽ làm tăng giá trị đồng nội tệ. Tuy nhiên, để kiểm tra chính xác tác động của kiểu hối lên tỷ

giá hối đoái, phần tiếp theo chúng tôi sử dụng ước lượng với dữ liệu bảng để kiểm định.

#### 4. KẾT QUẢ VÀ THẢO LUẬN

Mô hình ước lượng với dữ liệu bảng có thể tồn tại hiện tượng nội sinh, vì vậy nghiên cứu này cuối cùng lựa chọn phương pháp ước lượng GMM hệ thống (GMM – system) (Arellano & Bond 1991; Arellano & Bover 1995) để xử lý các lỗi trên. Kết quả ước lượng được trình bày ở bảng 4.

**Bảng 4. Kiểu hối và tỷ giá hối đoái**

Der	1		2		3	
	GMM-sys		GMM-sys		GMM-sys	
	Hệ số	P-value	Hệ số	P-value	Hệ số	P-value
Der(-1)	0.312***	0.000	0.303***	0.000	0.316***	0.000
Dre	-0.024***	0.009	-0.022**	0.021	-0.024**	0.014
DrealGDPg	-1.684***	0.000	-1.650***	0.000	-1.705***	0.000
Dinf			0.010	0.939	0.036	0.782
Dextdebt					0.032*	0.086
N	249		236		236	
Số quốc gia	21		20		20	
AR(2) test	-1.61	0.107	-1.62	0.105	-1.48	0.138
Sargan test	164.70	0.165	158.96	0.333	192.39	0.710

\*, \*\*, \*\*\* tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%

Nguồn: Tính toán của tác giả

Để kiểm định tính bền vững cho mô hình ước lượng, nghiên cứu này lần lượt đưa các biến như thay đổi trong tăng trưởng GDP thực, thay đổi trong lạm phát và thay đổi trong nợ nước ngoài vào mô hình để ước lượng và trình bày từ mô hình số 1 đến số 3. Kết quả cho thấy mô hình có tính bền vững khi tương quan và mức ý nghĩa thống kê thay đổi trong cả 3 mô hình.

Hệ số ước lượng của biến *DRE* cho kết quả âm có ý nghĩa thống kê cho thấy rằng khi dòng kiều hối tăng lên sẽ làm giảm tỷ giá hối đoái, có nghĩa rằng dòng kiều hối tăng sẽ làm tăng giá đồng nội tệ tại quốc gia nhận kiều hối. Kết quả này trùng khớp với lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm khác. Điều này cho thấy rằng dòng kiều hối tại các thị trường mới nổi ngoài các tác động tích cực lên thu nhập, chi tiêu, đầu tư thì còn có tác động làm tăng giá trị đồng nội tệ và hệ quả có thể gây ra tác động tiêu cực lên cán cân thương mại của quốc gia nhận kiều hối, hiện tượng này được gọi tên là “căn bệnh Hà Lan”.

Hệ số ước lượng của biến *DRealGDPg* cho kết quả âm với mức ý nghĩa thống kê 5% cho thấy rằng tăng trưởng trong GDP thực tăng lên sẽ làm tăng giá trị đồng nội tệ. Kết quả này cũng trùng khớp với lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm khác. Tăng trưởng trong GDP thực sẽ làm gia tăng thu nhập và tăng giá trị đồng nội tệ của quốc gia đó.

Trong khi đó hệ số ước lượng của biến *DINF* cho kết quả dương nhưng không có ý nghĩa thống kê, điều này cho thấy rằng lạm phát có thể có tác động làm giảm giá đồng nội tệ, tuy nhiên trong mô hình này chưa thể khẳng định được vì thiếu ý nghĩa thống kê. Cuối cùng, như lý thuyết đã phân tích, biến *DEXTDEBT* có hệ số ước lượng dương có ý nghĩa thống kê khẳng định lý thuyết rằng khi nợ nước ngoài tăng lên sẽ làm giảm giá đồng nội tệ vì tương lai quốc gia này

phải huy động nhiều ngoại tệ hơn để thanh toán các khoản nợ đến hạn.

Như đã giới thiệu, khủng hoảng tài chính toàn cầu năm 2008 có tác động nghiêm trọng đến nền kinh tế của các quốc gia trên thế giới, đặc biệt tại các nước đã mở cửa và đang phát triển như các thị trường mới nổi. Do đó, nghiên cứu này chia bộ dữ liệu ra thành 2 giai đoạn: giai đoạn 2001 – 2007 và giai đoạn 2008 – 2013 để kiểm tra sự thay đổi trong các mối quan hệ được nghiên cứu ở trên do ảnh hưởng của khủng hoảng. Kết quả ước lượng được trình bày ở bảng 5.

Kết quả ước lượng với mô hình cho giai đoạn 2001 – 2007 cho thấy kiều hối vẫn có tác động làm tăng giá trị đồng nội tệ. Tuy nhiên, tăng trưởng trong tăng trưởng GDP thực lại làm giảm giá trị đồng nội tệ, điều này có nghĩa rằng trong giai đoạn nền kinh tế phát triển ổn định khi tăng trưởng kinh tế cao hơn sẽ làm mất giá đồng nội tệ. Kết quả này có thể được giải thích thông qua hiệu ứng thu nhập, khi tăng trưởng kinh tế cao hơn sẽ tăng thu nhập của người dân qua đó tăng tiêu dùng mà đặc biệt là các loại hàng hóa có thể giao thương nên nhập khẩu tăng, đồng thời các nhà sản xuất hàng xuất khẩu có thể quay lại phục vụ cho nhu cầu nội địa nên xuất khẩu sẽ giảm từ đó làm giảm giá trị đồng nội tệ. Điều này có thể xảy ra tại các thị trường mới nổi với dân số đông và trẻ nên nhu cầu chi tiêu mà đặc biệt là các loại hàng hóa nhập khẩu cao, do đó khi thu nhập tăng hiệu ứng thu nhập có thể xảy ra. Bên cạnh đó, biến thay đổi trong lạm phát có tác động dương lên thay đổi trong tỷ giá, kết quả này trùng khớp với lý thuyết đã phân tích. Có nghĩa rằng trong giai đoạn kinh tế phát triển ổn định, sự gia tăng trong lạm phát sẽ làm giảm giá đồng nội tệ.



**Bảng 5. Kiểu hồi và tỷ giá hối đoái trước và sau khủng hoảng**

Giai đoạn	Trước 2008		Sau 2008	
	Hệ số	P-value	Hệ số	P-value
Der(-1)	0.276***	0.000	0.266***	0.000
Dre	-0.013***	0.001	-0.025***	0.006
DrealGDPg	<b>0.145*</b>	0.077	<b>-1.901***</b>	0.000
Dinf	<b>0.629***</b>	0.000	<b>-1.440***</b>	0.000
Dextdebt	0.000	0.970	0.002	0.459
N	119		96	
Số quốc gia	20		20	
AR(2) test	-1.00	0.317	0.04	0.971
Sargan test	34.61	0.487	25.55	0.143

\*, \*\*, \*\*\* tương ứng với mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%

*Nguồn: tính toán của tác giả*

Với mô hình ước lượng cho giai đoạn 2008 – 2013 cho thấy các kết quả thú vị. Trước tiên, tác động của kiểu hồi lên tỷ giá hối đoái là không thay đổi, như vậy mối quan hệ giữa kiểu hồi và tỷ giá không bị thay đổi do khủng hoảng. Tuy nhiên hệ số ước lượng của biến kiểu hồi trong giai đoạn khủng hoảng có giá trị tuyệt đối (0.025) cao hơn trong giai đoạn trước khủng hoảng (0.013) cho thấy rằng tác động của kiểu hồi lên tỷ giá trong giai đoạn khủng hoảng có xu hướng mạnh hơn.

Bên cạnh đó, tác động của thay đổi trong tăng trưởng GDP thực lên tỷ giá là âm, tức phù hợp với lý thuyết và ngược với mối quan hệ trong giai đoạn trước khủng hoảng. Như vậy, trong giai đoạn khủng hoảng kinh tế, khi nền kinh tế có tăng trưởng GDP thực cao hơn sẽ làm giá tăng giá trị thực của đồng nội tệ. Điều này trùng với lý thuyết đã phân tích trước đó. Tuy nhiên với lạm phát, khác với giai đoạn trước khủng hoảng lạm phát làm mất giá đồng nội tệ, thì trong giai đoạn khủng hoảng lạm phát tăng lên làm tăng giá trị đồng nội tệ. Có thể giải thích rằng trong giai đoạn khủng hoảng sức chi tiêu kém, nền kinh tế tăng trưởng chậm lại, lạm phát rất thấp thì sự gia tăng trong lạm phát là dấu

hiệu tích cực cho sự phục hồi của nền kinh tế nên làm gia tăng giá trị đồng nội tệ.

## 5. KẾT LUẬN VÀ GỢI Ý CHÍNH SÁCH

### Kết luận

Như vậy, thông qua ước lượng cho dữ liệu bảng tại 21 thị trường mới nổi trong giai đoạn 2001 – 2013 để nghiên cứu tác động của kiểu hồi lên tỷ giá hối đoái của các quốc gia trên, bài viết này rút ra một số kết luận sau:

Kiểu hồi làm tăng giá trị đồng nội tệ của quốc gia nhận, mối quan hệ này không thay đổi do khủng hoảng tài chính toàn cầu 2008, nhưng mức độ tác động có xu hướng tăng lên trong khủng hoảng. Kết quả này cho thấy rằng dòng kiểu hồi tăng lên sẽ tạo ra sức ép gia tăng giá trị đồng nội tệ từ đó làm giảm sức cạnh tranh của hàng hóa nội địa và tạo ra hiện tượng kinh tế “căn bệnh Hà Lan”.

Bên cạnh kiểu hồi, thay đổi trong tăng trưởng kinh tế thực cũng làm tăng giá đồng nội tệ, tuy nhiên mối quan hệ này khác biệt trong hai giai đoạn trước và sau khủng hoảng. Trong giai đoạn trước khủng hoảng, tăng trưởng kinh tế thực cao hơn làm giảm giá đồng nội tệ do hiệu ứng thu nhập và chi tiêu hàng có thể giao thương cao hơn của người dân nên tạo sức ép

làm giảm giá đồng nội tệ. Nhưng trong giai đoạn khủng hoảng, tăng trưởng kinh tế thực cao hơn tạo hiệu ứng gia tăng giá trị đồng nội tệ của quốc gia đó. Nợ nước ngoài có tác động làm giảm giá đồng nội tệ, điều này tạo ra nhiều vấn đề về chính sách tài khóa và chính sách vay nợ của các quốc gia có thị trường mới nổi trong thời gian tới. Cuối cùng, lạm phát làm giảm giá của đồng nội tệ, tuy nhiên tác động này rất mạnh trong giai đoạn kinh tế phát triển ổn định, còn trong giai đoạn khủng hoảng lạm phát là dấu hiệu của sự hồi phục của nền kinh tế nên làm tăng giá trị đồng nội tệ.

#### **Gợi ý chính sách**

Với các kết quả nghiên cứu đó, bài viết đưa ra đề xuất chính sách như sau: bên cạnh chính sách khuyến khích dòng kiều hối thì Chính phủ các quốc gia nhận kiều hối cần chủ động phòng tránh các cú sốc do dòng kiều hối gây ra, đặc biệt là tác động của các cú sốc này lên tỷ giá làm giảm sức cạnh tranh của hàng hóa nội địa. Để làm được vấn đề này Chính phủ các quốc gia phải có chính sách tỷ giá hối đoái linh hoạt trong việc điều chỉnh lượng cung nội tệ phù hợp để thu được nguồn ngoại tệ từ kiều hối đồng thời tránh làm giảm tỷ giá (tức để đồng nội tệ tăng giá) từ đó làm giảm sức cạnh tranh của hàng hóa nội địa.

# Remittances and exchange rate - Empirical evidence from emerging economies

**Nguyen Phuc Canh**

University of Economics HCMC - Email: canhnghuyen@ueh.edu.vn

## ABSTRACT

*The exchange rate plays an important role to trade, investment and macroeconomic risks of open economies. There are many factors that affect the exchange rate such as inflation, interest rates, balance of payments where remittance flows receive more and more attention of economists due to their increase in their values, particularly in emerging*

*economies. This study uses data from 21 countries which are classified as emerging markets in the period between 2001 and 2013 to investigate the impacts of remittances on exchange rate. Through panel data estimations, we found that remittances increase the value of the local currencies, which is not altered by the 2008 global financial crisis.*

**Keywords:** *personal remittance, exchange rate, crisis, emerging markets.*

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1]. Abdih, Y., Chami, R., Dagher, J. & Montiel, P, Remittances and Institutions: Are Remittances a Curse?, *World Development*, vol. 40, no. 4, pp. 657-66 (2012).
- [2]. Acosta, P., Calderón, C., Fajnzylber, P. & Lopez, H X, What is the Impact of International Remittances on Poverty and Inequality in Latin America?, *World Development*, vol. 36, no. 1, pp. 89-114 (2012).
- [3]. Acosta, P.A., Lartey, E.K.K. & Mandelman, F.S, Remittances and the Dutch disease, *Journal of International Economics*, vol. 79, no. 1, pp. 102-16 (2009).
- [4]. Adams Jr, R.H. & Cuecuecha, A, Remittances, Household Expenditure and Investment in Guatemala, *World Development*, vol. 38, no. 11, pp. 1626-41 (2010).
- [5]. Adams Jr, R.H. & Cuecuecha, A, The Impact of Remittances on Investment and Poverty in Ghana, *World Development*, vol. 50, pp. 24-40 (2013).
- [6]. Adams Jr, R.H. & Page, J, Do international migration and remittances reduce poverty in developing countries?, *World Development*, vol. 33, no. 10, pp. 1645-69 (2005).
- [7]. Aggarwal, R., Demirgüç-Kunt, A. & Pería, M.S.M, Do remittances promote financial development?, *Journal of Development Economics*, vol. 96, no. 2, pp. 255-64 (2011).
- [8]. Alogoskoufis, G.S. & Smith, R, The Phillips curve, the persistence of inflation, and the Lucas critique: Evidence from exchange-rate regimes, *The American Economic Review*, pp. 1254-75 (1991).
- [9]. Amuedo-Dorantes, C. & Pozo, S, Workers' Remittances and the Real Exchange Rate: A Paradox of Gifts, *World Development*, vol. 32, no. 8, pp. 1407-17 (2004).

- [10]. Anzoategui, D., Demirgüç-Kunt, A. & Martínez Pería, M.S, Remittances and Financial Inclusion: Evidence from El Salvador, *World Development*, vol. 54, pp. 338-49 (2014).
- [11]. Arellano, M. & Bond, S, Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations, *The review of economic studies*, vol. 58, no. 2, pp. 277-97 (1991).
- [12]. Arellano, M. & Bover, O, Another look at the instrumental variable estimation of error-components models, *Journal of econometrics*, vol. 68, no. 1, pp. 29-51 (1995).
- [13]. Bayangos, V. & Jansen, K, Remittances and Competitiveness: The Case of the Philippines, *World Development*, vol. 39, no. 10, pp. 1834-46 (2011).
- [14]. Beine, M., Lodigiani, E. & Vermeulen, R. 2012, Remittances and financial openness, *Regional Science and Urban Economics*, vol. 42, no. 5, pp. 844-57.
- [15]. Berdiev, A.N., Kim, Y. & Chang, C.-P, Remittances and corruption, *Economics Letters*, vol. 118, no. 1, pp. 182-5 (2013).
- [16]. Bourdet, Y. & Falck, H, Emigrants' remittances and Dutch disease in Cape Verde, *International Economic Journal*, vol. 20, no. 3, pp. 267-84 (2006).
- [17]. Catrinescu, N., Leon-Ledesma, M., Piracha, M. & Quillin, B, Remittances, Institutions, and Economic Growth, *World Development*, vol. 37, no. 1, pp. 81-92 (2009).
- [18]. Chowdhury, K, Modelling the dynamics, structural breaks and the determinants of the real exchange rate of Australia, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, vol. 22, no. 2, pp. 343-58 (2012).
- [19]. Chowdhury, M.B, Remittances flow and financial development in Bangladesh, *Economic Modelling*, vol. 28, no. 6, pp. 2600-8 (2011).
- [20]. Combes, J.-L. & Ebeke, C, Remittances and household consumption instability in developing countries, *World Development*, vol. 39, no. 7, pp. 1076-89 (2011).
- [21]. Corden, W.M, Booming sector and Dutch disease economics: survey and consolidation, *oxford economic Papers*, pp. 359-80 (1984).
- [22]. Corden, W.M. & Neary, J.P, Booming sector and de-industrialisation in a small open economy, *The economic journal*, pp. 825-48 (1982).
- [23]. De Gregorio, J., Giovannini, A. & Wolf, H.C, International evidence on tradables and nontradables inflation, *European Economic Review*, vol. 38, no. 6, pp. 1225-44 (1994).
- [24]. Dornbusch, R, Expectations and exchange rate dynamics, *The Journal of Political Economy*, pp. 1161-76 (1976).
- [25]. Dornbusch, R, *External debt, budget deficits and disequilibrium exchange rates*, National bureau of Economic Research (1984).
- [26]. Edwards, S, Real and monetary determinants of real exchange rate behavior: Theory and evidence from developing countries, *Journal of Development Economics*, vol. 29, no. 3, pp. 311-41 (1988).
- [27]. Edwards, S, Exchange rate misalignment in developing countries, *The World Bank Research Observer*, vol. 4, no. 1, pp. 3-21 (1989).
- [28]. Fransen, S. & Mazzucato, V, Remittances and Household Wealth after Conflict: A Case Study on Urban Burundi, *World Development*, vol. 60, pp. 57-68 (2014).
- [29]. Giuliano, P. & Ruiz-Arranz, M, Remittances, financial development, and growth, *Journal of Development Economics*, vol. 90, no. 1, pp. 144-52 (2009).
- [30]. Imai, K.S., Gaiha, R., Ali, A. & Kaicker, N, Remittances, growth and poverty: New evidence from Asian countries, *Journal of Policy Modeling*, vol. 36, no. 3, pp. 524-38 (2014).

- [31]. Jouini, J, Economic growth and remittances in Tunisia: Bi-directional causal links, *Journal of Policy Modeling*, vol. 37, no. 2, pp. 355-73 (2015).
- [32]. King, R.G., Plosser, C.I. & Rebelo, S.T, Production, growth and business cycles: I. The basic neoclassical model, *Journal of monetary Economics*, vol. 21, no. 2, pp. 195-232 (1988).
- [33]. Kumar, R.R, Remittances and economic growth: A study of Guyana, *Economic Systems*, vol. 37, no. 3, pp. 462-72 (2013).
- [34]. Lim, S. & Simmons, W.O, Do remittances promote economic growth in the Caribbean Community and Common Market?, *Journal of Economics and Business*, vol. 77, pp. 42-59 (2015).
- [35]. Nyamongo, E.M., Misati, R.N., Kipyegon, L. & Ndirangu, L, Remittances, financial development and economic growth in Africa, *Journal of Economics and Business*, vol. 64, no. 3, pp. 240-60 (2012).
- [36]. Rao, B.B. & Hassan, G.M, A panel data analysis of the growth effects of remittances, *Economic Modelling*, vol. 28, no. 1–2, pp. 701-9 (2011).
- [37]. Shapiro, A.C, Exchange rate changes, inflation, and the value of the multinational corporation, *The Journal of Finance*, vol. 30, no. 2, pp. 485-502 (1975).
- [38]. Sutherland, A, Fiscal crises and aggregate demand: can high public debt reverse the effects of fiscal policy?, *Journal of Public Economics*, vol. 65, no. 2, pp. 147-62 (1997).
- [39]. Talvi, E. & Vegh, C.A, Tax base variability and procyclical fiscal policy in developing countries, *Journal of Development economics*, vol. 78, no. 1, pp. 156-90 (2005).
- [40]. Tarditi, A, *Modelling the Australian exchange rate, long bond yield and inflationary expectations*, Economic Research Department, Reserve Bank of Australia (1996).
- [41]. Ziesemer, T.H.W, The impact of the credit crisis on poor developing countries: Growth, worker remittances, accumulation and migration, *Economic Modelling*, vol. 27, no. 5, pp. 1230-45 (2010).