

Chương 12

Phân tích kinh tế vĩ mô và ngành

Sau khi nghiên cứu Chương này, bạn có thể:

- Dự đoán ảnh hưởng của các chính sách tiền tệ và tài khoá đối với các biến số kinh tế vĩ mô then chốt như tổng sản phẩm quốc nội, lãi suất và tỷ lệ lạm phát.
- Sử dụng các chỉ báo kinh tế đi trước, chỉ báo đồng thời, và chỉ báo trễ để mô tả và dự đoán diễn biến của nền kinh tế thông qua chu kỳ kinh tế.
- Dự đoán những ngành nào sẽ ít nhiều nhạy cảm hơn trước các biến động của chu kỳ kinh tế.
- Phân tích ảnh hưởng của cơ cấu và vòng đời của ngành đối với triển vọng thu nhập của ngành theo thời gian.

Để xác định mức giá hợp lý cho cổ phiếu của một công ty, nhà phân tích chứng khoán phải dự báo cổ tức và thu nhập dự kiến từ công ty. Đây là trung tâm của **phân tích cơ bản**, nghĩa là phân tích các yếu tố xác định giá trị công ty như triển vọng thu nhập. Suy cho cùng, thành công kinh doanh của công ty sẽ xác định cổ tức mà công ty có thể chi trả cho các cổ đông và mức giá cổ phiếu mà công ty có thể đòi hỏi trên thị trường chứng khoán. Tuy nhiên, vì triển vọng của công ty gắn liền với triển vọng của nền kinh tế rộng lớn hơn, nên việc phân tích đánh giá phải xem xét đến môi trường kinh doanh mà công ty đang hoạt động. Đối với một số doanh nghiệp, bối cảnh kinh tế vĩ mô và ngành có thể ảnh hưởng đến lợi nhuận nhiều hơn so với kết quả tương đối của doanh nghiệp trong phạm vi ngành. Nói cách khác, các nhà đầu tư cần phải luôn nhớ đến bức tranh kinh tế vĩ mô.

Phân tích cơ bản là phân tích các yếu tố xác định giá trị công ty như triển vọng thu nhập và cổ tức.

Như vậy, khi phân tích triển vọng của một công ty, việc làm có ý nghĩa là bắt đầu bằng môi trường kinh tế bao quát, xem xét trạng thái của nền kinh tế chung và ngay cả nền kinh tế quốc tế. Từ đó, ta xem xét ý nghĩa của môi trường bên ngoài đối với ngành nghề mà công ty đang hoạt động trong đó. Cuối cùng, vị trí của công ty trong ngành sẽ được xem xét.

Chương này tìm hiểu các khía cạnh tổng quát của phân tích cơ bản: phân tích kinh tế vĩ mô và ngành. Hai chương tiếp theo sẽ trình bày về phân tích đặc thù doanh nghiệp. Chúng ta bắt đầu bằng thảo luận về những yếu tố quốc tế liên quan đến kết quả hoạt động của doanh nghiệp và tiếp tục xem xét tổng quan về tầm quan trọng của các biến số then chốt thường được sử dụng để tóm tắt trạng thái của nền kinh tế. Sau đó, chúng ta sẽ thảo luận về chính sách kinh tế vĩ mô của chính phủ và việc xác định lãi suất. Chúng ta kết luận việc phân tích về môi trường kinh tế vĩ mô với thảo luận về chu kỳ kinh tế. Tiếp theo, chúng ta chuyển sang phân tích ngành, xem xét những vấn đề liên quan đến độ nhạy của công ty với chu kỳ kinh tế, vòng đời điển hình của một ngành, và những vấn đề chiến lược ảnh hưởng đến kết quả hoạt động của ngành.

Các trang web liên quan đến chương này có trên trang www.mhhe.com/bkm.

12.1 Nền kinh tế toàn cầu

Việc phân tích từ trên xuống dưới triển vọng của một công ty phải bắt đầu bằng nền kinh tế toàn cầu. Nền kinh tế quốc tế có thể ảnh hưởng đến triển vọng xuất khẩu của công ty, sự cạnh tranh về giá từ các đối thủ cạnh tranh nước ngoài mà công ty phải đương đầu, hay lợi nhuận mà công ty đạt được từ đầu tư nước ngoài. Bảng 12.1 trình bày tầm quan trọng của nền kinh tế vĩ mô toàn cầu đối với triển vọng của các doanh nghiệp. Ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tín dụng và nợ thế chấp bất động sản dưới chuẩn vào năm 2008 đã lan rộng và thật nghiêm trọng. Các thị trường cổ phiếu ở hầu hết các nước đều bị ảnh hưởng nặng nề, với suất sinh lợi bình quân điển hình thấp hơn -40%.

Bảng 12.1 Kết quả kinh tế, 2008

	Suất sinh lợi thị trường cổ phiếu (%)		Tăng trưởng GDP (%)
	Bảng nội tệ (%)	Bảng USD (%)	
Brazil	-42,0	-57,0	5,3
Anh	-33,1	-51,1	0,3
Canada	-37,6	-49,6	5,6
Trung Quốc	-64,8	-62,5	9,6
Pháp	-44,2	-45,7	0,9
Đức	-41,7	-43,2	1,4
Nhật Bản	-53,0	-61,7	6,2
Ấn Độ	-42,9	-39,2	0,3
Mexico	-24,2	-38,8	2,6
Nga	-66,6	-79,1	7,0
Singapore	-48,6	-48,6	2,2
Thụy Sĩ	-35,6	-30,0	1,8
Thái Lan	-47,9	-49,9	4,0
Hoa Kỳ	-40,8	-40,8	1,3
Venezuela	-7,9	-59,1	4,2

Nguồn: *The Economist*, 1-3-2009 © 2009 The Economist Newspaper Group, Inc. In lại với sự cho phép. Không được trình bày lại xa hơn. www.economist.com.

Bất chấp tầm quan trọng hiển nhiên của yếu tố kinh tế toàn cầu này, giữa các nước vẫn có sự khác nhau đáng kể về kết quả hoạt động kinh tế. Ví dụ, trong khi nền kinh tế Nhật Bản chỉ tăng trưởng 0,3 phần trăm, sản lượng của Trung Quốc tăng trưởng 9,6 phần trăm. Suất sinh lợi thị trường cổ phiếu cũng thể hiện sự phân hóa rõ rệt. Trong khi thị trường Nga giảm sút 71,9 phần trăm (với suất sinh lợi đo bằng USD), thị trường Thụy Sĩ chỉ giảm 30,0 phần trăm, chênh lệch đến 41,9 phần trăm.

Những số liệu này cho thấy môi trường kinh tế quốc gia có thể là một yếu tố tối quan trọng xác định kết quả hoạt động của ngành. Trong một nền kinh tế đang bị thu hẹp, các doanh nghiệp hoạt động khó khăn hơn nhiều so với một nền kinh tế đang mở rộng. Quan sát này làm rõ vai trò của việc phân tích bức tranh kinh tế vĩ mô rộng lớn như một phần cơ bản của quá trình đầu tư.

Thêm vào đó, môi trường toàn cầu tiêu biểu cho những rủi ro chính trị to lớn hơn so với những rủi ro thường gặp phải trong các hoạt động đầu tư nội địa. Trong thập niên vừa qua, chúng ta đã thấy những trường hợp trong đó diễn biến phát triển chính trị có tác động to lớn đến triển vọng kinh tế. Ví dụ, câu chuyện kinh tế quốc tế lớn nhất vào cuối năm 1997 và 1998 là cơn hỗn loạn ở một số nền kinh tế châu Á, nổi bật là Thái Lan, In-đô-nê-xia, và Hàn Quốc. Những tình huống

này cũng làm rõ sự liên quan mật thiết giữa chính trị và kinh tế, khi giá trị đồng tiền và giá trị cổ phiếu đều chao đảo trong cơn biến động mạnh, phản ứng trước những diễn biến liên quan đến triển vọng viện trợ cho các nước này từ Quỹ tiền tệ quốc tế. Vào tháng 8-1998, làn sóng chao đảo theo sau việc phá giá đồng rúp và vỡ nợ một phần của Nga đã tàn phá thị trường chứng khoán thế giới, cuối cùng đòi hỏi phải có sự ứng cứu của quỹ phòng ngừa rủi ro khổng lồ Long Term Capital Management để tránh những đổ vỡ sâu xa hơn. Trong thập niên đầu tiên của thế kỷ này, giá cổ phiếu hết sức nhạy cảm trước những diễn biến của Iraq và sự an toàn về nguồn cung năng lượng. Gần đây hơn, những diễn biến phát triển của phản ứng chính trị trước cuộc khủng hoảng tín dụng đã ảnh hưởng đến suất sinh lợi cổ phiếu.

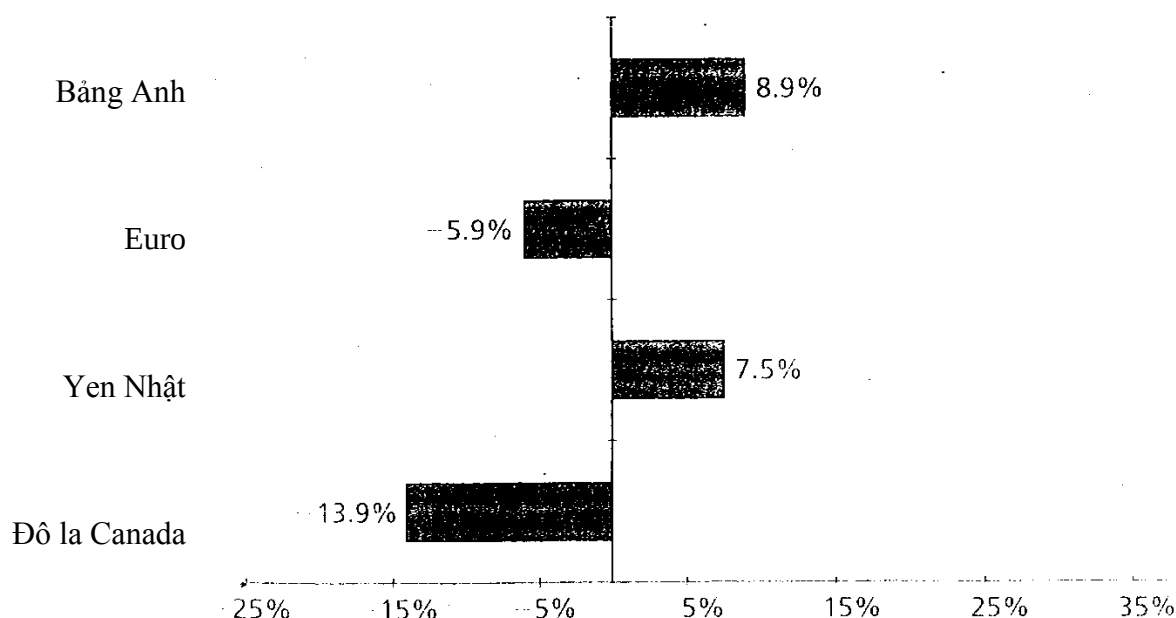
Những vấn đề chính trị khác kém nhạy cảm hơn nhưng vẫn cực kỳ quan trọng đối với tăng trưởng kinh tế và sinh lợi đầu tư như vấn đề chủ nghĩa bảo hộ và chính sách thương mại, dòng vốn tự do, và tình trạng lực lượng lao động của một đất nước.

Một yếu tố hiển nhiên ảnh hưởng đến sức cạnh tranh quốc tế của các ngành công nghiệp ở một nước là tỷ giá hối đoái giữa đồng tiền nước đó và đồng tiền các nước khác. **Tỷ giá hối đoái** là tỷ giá chuyển đổi từ nội tệ ra ngoại tệ. Ví dụ, vào ngày 1-1-2009, người ta phải mất khoảng 91 yen Nhật để mua một USD. Ta nói tỷ giá hối đoái là 91 yen/USD, hay tương đương 0,0110 USD/yen.

Tỷ giá hối đoái là tỷ giá chuyển đổi từ nội tệ ra ngoại tệ.

Khi tỷ giá hối đoái biến động, giá trị bằng nội tệ của hàng hóa khi qui đổi sang ngoại tệ cũng biến động tương tự. Ví dụ, năm 1980, tỷ giá hối đoái yen-USD vào khoảng 0,0045 USD/yen. Vì tỷ giá năm 2009 là 0,0110 USD/yen, một người dân Mỹ cần phải có số USD nhiều gấp 2,44 lần mới mua được một sản phẩm bán với giá 10.000 yen so với số USD cần có vào năm 1980. Nếu các nhà sản xuất Nhật giữ giá bằng đồng yen cố định đối với các sản phẩm của họ, giá tính bằng USD sẽ tăng hơn gấp đôi. Tuy nhiên, điều này làm cho hàng Nhật trở nên đắt đỏ hơn đối với người tiêu dùng Hoa Kỳ, và dẫn đến mất doanh số. Hiển nhiên, sự lên giá của đồng yen tạo ra một vấn đề cho các nhà sản xuất Nhật như các nhà sản xuất ô tô đang phải cạnh tranh với các nhà sản xuất Mỹ.

Hình 12.1 trình bày sự thay đổi sức mua của USD so với sức mua của một số đồng tiền chính trong thập niên vừa qua. Tỷ số giữa các sức mua được gọi là tỷ giá hối đoái ‘thực’ hay tỷ giá hối đoái điều chỉnh lạm phát. Sự thay đổi tỷ giá hối đoái thực cho ta thấy hàng hóa nước ngoài đã trở nên đắt hơn hay rẻ hơn đối với người tiêu dùng Mỹ, sau khi đã tính đến sự biến động của cả tỷ giá hối đoái và chênh lệch lạm phát giữa các nước. Giá trị dương trong Hình 12.1 có nghĩa là USD đã tăng sức mua so với đồng tiền khác; con số âm cho thấy USD bị mất giá. Do đó, hình này cho thấy rằng hàng hóa định giá bằng EUR hay CAD đã trở nên đắt đỏ hơn đối với người tiêu dùng Hoa Kỳ trong 10 năm qua nhưng hàng hóa định giá bằng bảng Anh hay yen đã trở nên rẻ hơn. Trái lại, hàng hóa định giá bằng USD trở nên đắt đỏ hơn với người tiêu dùng Nhật, nhưng giá cả phải chăng hơn với người tiêu dùng Canada.

Hình 12.1 Thay đổi tỷ giá hối đoái thực: USD so với các đồng tiền lớn khác, 1999-2008

12.2 Kinh tế vĩ mô trong nước

Nền kinh tế vĩ mô là môi trường trong đó tất cả các doanh nghiệp đang hoạt động. Tầm quan trọng của nền kinh tế vĩ mô trong việc xác định kết quả đầu tư được minh họa trong Hình 12.2, so sánh mức chỉ số giá cổ phiếu S&P 500 với giá trị ước lượng thu nhập trên mỗi cổ phần của các công ty S&P 500. Đồ thị cho thấy rằng giá cổ phiếu có xu hướng tăng theo thu nhập. Trong khi tỷ số chính xác của giá cổ phiếu trên thu nhập mỗi cổ phần (P/E) thay đổi theo các yếu tố như lãi suất, rủi ro, tỷ lệ lạm phát, và các yếu tố khác, thì đồ thị quả thật cho thấy rằng, như một qui luật tổng quát, tỷ số này có xu hướng nằm trong khoảng từ 12 đến 25. Ứng với tỷ số giá trên thu nhập ‘thông thường’ này, ta dự kiến rằng chỉ số S&P 500 sẽ nằm trong phạm vi giới hạn này. Tuy qui luật số nhân thu nhập rõ ràng không hoàn hảo – lưu ý sự gia tăng mạnh số nhân P/E trong thập niên 90 – xem ra rõ ràng là mức thị trường chung và tổng thu nhập có cùng xu hướng với nhau. Vì thế, bước đầu tiên trong việc dự báo kết quả của thị trường chung là đánh giá tình trạng của nền kinh tế trên bình diện tổng thể.

Khả năng dự báo nền kinh tế vĩ mô có thể dẫn đến kết quả đầu tư mang tính đầu cơ. Nhưng điều đó không đủ để dự báo tốt nền kinh tế vĩ mô. Chúng ta phải dự báo nền kinh tế vĩ mô *tốt hơn* các đối thủ cạnh tranh thì mới có được thu nhập khác thường. Trong phần này, chúng ta sẽ xem xét tổng quan một số thống kê kinh tế vĩ mô then chốt dùng để mô tả trạng thái của nền kinh tế vĩ mô.

Tổng sản phẩm quốc nội

Tổng sản phẩm quốc nội hay GDP là số đo tổng sản phẩm hàng hóa và dịch vụ của nền kinh tế. GDP tăng trưởng nhanh cho thấy nền kinh tế đang mở rộng với cơ hội to lớn cho doanh nghiệp gia tăng doanh số. Một số đo phổ biến khác về sản lượng của nền kinh tế là *sản lượng công nghiệp*. Thống kê này cho chúng ta thước đo về hoạt động kinh tế được tập trung một cách thu hẹp hơn vào khía cạnh công nghiệp chế tạo của nền kinh tế.

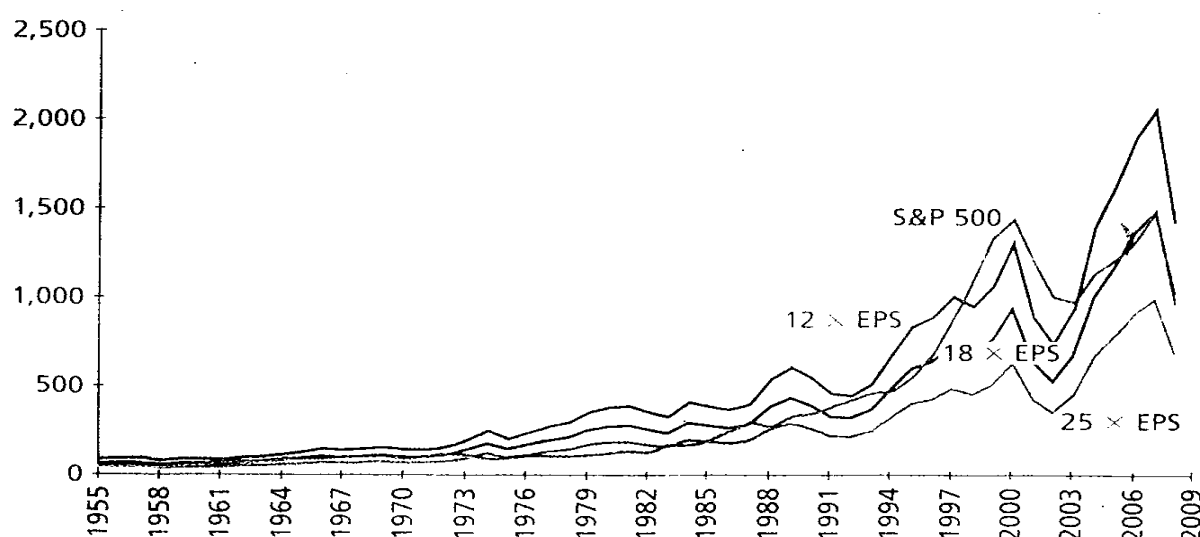
Tổng sản phẩm quốc nội (GDP) là giá trị thị trường của hàng hóa và dịch vụ được sản xuất trong một thời đoạn.

Việc làm

Tỷ lệ thất nghiệp là tỷ lệ những người chưa tìm được việc làm trong tổng lực lượng lao động (lực lượng lao động là những người đang làm việc hoặc đang tích cực tìm kiếm việc làm). Tỷ lệ thất nghiệp đo lường mức độ hoạt động hết công suất của nền kinh tế. Tỷ lệ thất nghiệp là một số đo chỉ liên quan đến người lao động mà thôi, nhưng ta có thể góp nhặt được thêm chút sáng tỏ về sức mạnh của nền kinh tế từ tỷ lệ sử dụng các yếu tố sản xuất khác. Ví dụ, các nhà phân tích cũng xem xét *tỷ lệ khai thác công suất*, là tỷ lệ sản lượng thực tế từ các nhà máy trên sản lượng tiềm năng.

Tỷ lệ thất nghiệp là tỷ lệ của số người được xếp loại là thất nghiệp trên tổng lực lượng lao động.

Hình 12.2 Chỉ số S&P 500 so với thu nhập trên mỗi cổ phần



Nguồn: Tính toán của các tác giả thông qua sử dụng số liệu từ *The Economic Report of the President*, 2008.

Lạm phát

Lạm phát là tỷ lệ gia tăng của mức giá chung. Tỷ lệ lạm phát cao thường gắn liền với những nền kinh tế ‘quá nóng’, nghĩa là những nền kinh tế có cầu hàng hóa và dịch vụ vượt xa công suất sản xuất, dẫn đến áp lực tăng giá. Hầu hết chính phủ các nước đều cố gắng đạt được sự cân đối trong các chính sách kinh tế. Họ hy vọng kích cầu nền kinh tế đủ để duy trì trạng thái gần như toàn dụng lao động, nhưng không quá nhiều đến mức dẫn đến áp lực lạm phát. Sự đánh đổi giữa lạm phát và thất nghiệp là trọng tâm của nhiều tranh luận về chính sách kinh tế vĩ mô. Người ta vẫn còn nhiều bất đồng về chi phí tương đối của những chính sách này cũng như tình trạng tương đối dễ tổn thương của nền kinh tế trước các áp lực này vào một thời điểm bất kỳ.

Lạm phát là tỷ lệ gia tăng mức giá chung của hàng hóa và dịch vụ.

Lãi suất

Lãi suất cao làm giảm giá trị hiện tại của dòng tiền tương lai, qua đó làm giảm sức thu hút của các cơ hội đầu tư. Vì lý do này, lãi suất thực là yếu tố then chốt quyết định chi phí đầu tư kinh doanh. Cầu đối với nhà ở và những hàng hóa tiêu dùng lâu bền giá cao thường được thanh toán bằng vốn vay trong thời gian dài như ô tô cũng hết sức nhạy cảm với lãi suất vì lãi suất ảnh hưởng đến các khoản thanh toán lãi vay. Trong Phần 12.3, chúng ta sẽ xem xét các yếu tố xác định lãi suất thực.

Thâm hụt ngân sách

Thâm hụt ngân sách chính phủ liên bang là chênh lệch giữa thu và chi ngân sách của chính phủ. Bất kỳ mức thiếu hụt ngân sách nào cũng phải được bù đắp bằng vay mượn của chính phủ. Giá trị vay mượn lớn của chính phủ có thể gây sức ép làm tăng lãi suất thông qua tăng tổng cầu tín dụng trong nền kinh tế. Nói chung, các nhà kinh tế tin rằng vay mượn chính phủ thái quá sẽ ‘chèn lấn’ vay mượn tư nhân và đầu tư bằng cách buộc lãi suất tăng lên và ức chế đầu tư kinh doanh.

Thâm hụt ngân sách là giá trị chi ngân sách vượt quá thu ngân sách chính phủ.

Tâm lý

Tâm lý bi quan và lạc quan của người tiêu dùng và nhà sản xuất về nền kinh tế cũng là yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến kết quả kinh tế. Ví dụ, nếu người tiêu dùng có niềm tin vào mức thu nhập tương lai, họ sẽ sẵn lòng chi tiêu vào những khoản mục lớn. Tương tự, các doanh nghiệp sẽ gia tăng sản lượng và hàng tồn kho nếu họ dự đoán cầu hàng hóa cao hơn. Bằng cách này, niềm tin ảnh hưởng đến tiêu dùng và đầu tư được theo đuổi và ảnh hưởng đến tổng cầu hàng hóa và dịch vụ.

Kiểm tra khái niệm 12.1

Ta hãy xem xét một nền kinh tế trong đó ngành công nghiệp chi phối là sản xuất ô tô để tiêu thụ trong nước cũng như xuất khẩu. Bây giờ, giả sử thị trường ô tô bị tổn thương bởi sự gia tăng thời gian sử dụng ô tô trước khi thay thế xe mới. Hãy mô tả ảnh hưởng khả dĩ của sự thay đổi này đối với (a) GDP, (b) thất nghiệp, (c) thâm hụt ngân sách chính phủ, và (d) lãi suất.

12.3 Lãi suất

Mức lãi suất có lẽ là yếu tố kinh tế vĩ mô quan trọng nhất cần xem xét trong phân tích đầu tư. Các dự báo về lãi suất ảnh hưởng trực tiếp đến dự báo suất sinh lợi trên thị trường chứng khoán có thu nhập cố định. Nếu bạn kỳ vọng lãi suất sẽ tăng nhiều hơn so với quan điểm chung, bạn sẽ muốn tránh xa các chứng khoán có thu nhập cố định dài hạn. Tương tự, sự gia tăng lãi suất có xu hướng là những tin xấu đối với thị trường cổ phiếu. Sự gia tăng lãi suất bất ngờ nói chung gắn liền với sự giảm sút của thị trường cổ phiếu. Vì thế, một kỹ thuật ưu việt để dự báo lãi suất sẽ có giá trị to lớn đối với một nhà đầu tư đang cố gắng xác định cách phân bổ tài sản tốt nhất cho danh mục đầu tư của mình.

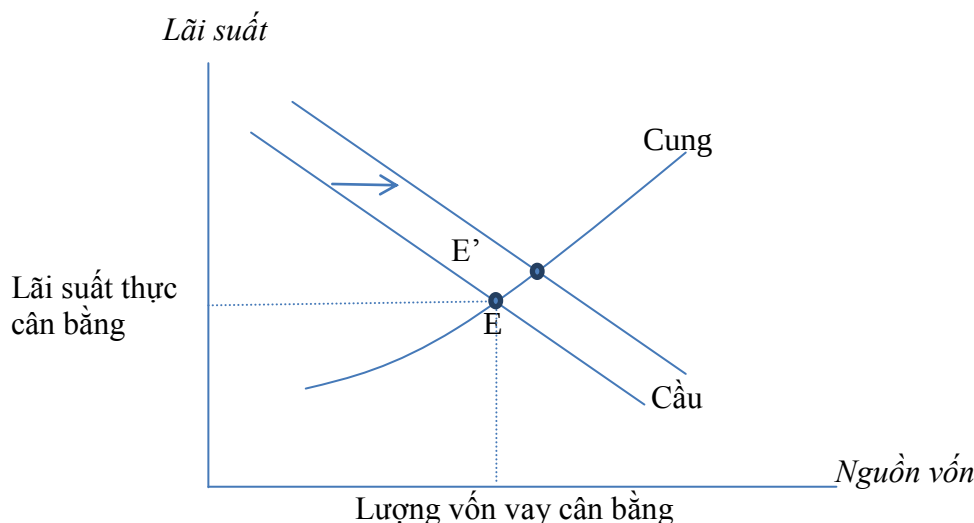
Đáng tiếc thay, dự báo lãi suất là một trong những phần nổi tiếng là khó nhất trong kinh tế vĩ mô ứng dụng. Tuy nhiên, chúng ta có những hiểu biết khá tường tận về những yếu tố cơ bản xác định mức lãi suất:

1. Nguồn cung vốn từ người tiết kiệm, chủ yếu là các hộ gia đình.
2. Cầu vốn từ các doanh nghiệp dùng để tài trợ cho đầu tư vật chất vào nhà máy, thiết bị, và hàng tồn kho.
3. Cung và (hoặc) cầu vốn ròng của chính phủ, được điều chỉnh bằng hành động của Ngân hàng dự trữ liên bang.
4. Tỷ lệ lạm phát kỳ vọng.

Cho dù có nhiều mức lãi suất khác nhau trong nền kinh tế (cũng nhiều như các loại chứng khoán), các mức lãi suất này có xu hướng biến thiên cùng nhau, vì thế các nhà kinh tế thường thảo luận như thể chỉ có một mức lãi suất đại diện. Ta có thể sử dụng sự rút gọn này để tìm hiểu việc xác định lãi suất thực nếu ta xem xét đường cung và đường cầu nguồn vốn.

Hình 12.3 trình bày một đường cầu có độ dốc hướng xuống và một đường cung có độ dốc hướng lên. Trên trục hoành, ta đo lường lượng vốn, và trên trục tung, ta biểu thị lãi suất thực.

Hình 12.3 Xác định lãi suất thực cân bằng



Đường cung dốc lên từ trái sang phải vì lãi suất càng cao, nguồn cung tiết kiệm của các hộ gia đình càng nhiều. Giả định là, ứng với một mức lãi suất cao hơn, các hộ gia đình sẽ quyết định trì hoãn phần nào việc tiêu dùng hiện tại, và đặt sang một bên hay đầu tư nhiều hơn trong thu nhập khả dụng của họ để dành cho việc sử dụng sau này.

Đường cầu có độ dốc hướng xuống từ trái qua phải vì lãi suất càng thấp, các doanh nghiệp sẽ muốn đầu tư vào vốn vật chất nhiều hơn. Giả định rằng các doanh nghiệp xếp hạng các dự án theo suất sinh lợi thực kỳ vọng từ vốn đầu tư, các doanh nghiệp sẽ thực hiện nhiều dự án hơn nếu lãi suất của nguồn vốn cần thiết để tài trợ cho các dự án này thấp hơn.

Trạng thái cân bằng là giao điểm của đường cung và đường cầu, điểm E trong Hình 12.3.

Chính phủ và ngân hàng trung ương (Cục dự trữ liên bang, Fed) có thể làm dịch chuyển đường cung và đường cầu sang phải hoặc sang trái thông qua các chính sách ngân sách và tiền tệ. Ví dụ,

chúng ta hãy xem sự gia tăng thâm hụt ngân sách chính phủ. Điều này làm tăng cầu vay mượn của chính phủ và làm dịch chuyển đường cầu sang phải, làm cho lãi suất cân bằng tăng lên đến điểm E'. Nghĩa là, việc dự báo cho thấy vay mượn chính phủ nhiều hơn trước đây sẽ làm tăng kỳ vọng lãi suất tương lai. Fed có thể bù trừ cho sự gia tăng đó thông qua tăng cung tiền, làm tăng nguồn cung vốn vay, và làm dịch chuyển đường cung sang phải.

Như vậy, trong khi các yếu tố cơ bản xác định lãi suất thực là xu hướng tiết kiệm của hộ gia đình và năng suất kỳ vọng (hay triển vọng lợi nhuận) của việc đầu tư vào vốn vật chất của các doanh nghiệp, lãi suất thực còn có thể chịu ảnh hưởng của các chính sách tài khóa và tiền tệ của chính phủ.

Khung phân tích cung và cầu minh họa trong Hình 12.3 là một cách tính gần đúng hợp lý đầu tiên để xác định lãi suất thực. Để tìm lãi suất *danh nghĩa*, chúng ta cần cộng thêm tỷ lệ lạm phát vào lãi suất cân bằng. Như chúng ta đã thảo luận trong Phần 5.4 (Chương 5), cần phải có một khoản phí đền bù lạm phát để các nhà đầu tư duy trì một suất sinh lợi thực cho trước từ việc đầu tư của họ.

Trong khi chính sách tiền tệ rõ ràng có thể ảnh hưởng đến lãi suất danh nghĩa, người ta vẫn tranh luận đáng kể về khả năng ảnh hưởng đến lãi suất thực của các chính sách này. Nhiều người đồng ý rằng, trong dài hạn, tác động tối hậu của sự gia tăng cung tiền sẽ là sự gia tăng mức giá, chứ không có tác động lâu dài gì đến hoạt động kinh tế thực. Do đó, tỷ lệ tăng trưởng cung tiền nhanh chóng cuối cùng sẽ dẫn đến tỷ lệ lạm phát cao và lãi suất danh nghĩa cao tương ứng, chứ không có tác động lâu dài đối với lãi suất thực. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, thay đổi cung tiền có thể ảnh hưởng nhiều đến lãi suất thực.

12.4 Các cú sốc cung và cầu

Cách thức bổ ích để sắp xếp phân tích của chúng ta về các yếu tố có thể ảnh hưởng đến nền kinh tế vĩ mô là phân loại một tác động bất kỳ nào đó là một cú sốc cung hay cú sốc cầu. **Cú sốc cầu** là một biến cố ảnh hưởng đến cầu hàng hóa và dịch vụ trong nền kinh tế. Ví dụ về những cú sốc cầu khá dễ là việc giảm thuế suất, tăng cung tiền, tăng chi tiêu chính phủ, hay tăng cầu hàng xuất khẩu của nước ngoài. **Cú sốc cung** là một biến cố ảnh hưởng đến công suất và chi phí sản xuất. Ví dụ về các cú sốc cung là sự thay đổi giá dầu nhập khẩu; băng tuyết, lũ lụt, hay hạn hán có thể tàn phá sản lượng hoa màu lớn; thay đổi trình độ giáo dục của lực lượng lao động trong nền kinh tế; hay thay đổi mức lương mà lực lượng lao động sẵn lòng làm việc để nhận được.

Cú sốc cầu là một biến cố ảnh hưởng đến cầu hàng hóa và dịch vụ trong nền kinh tế.

Cú sốc cung là một biến cố ảnh hưởng đến công suất và chi phí sản xuất trong nền kinh tế.

Thông thường, đặc điểm của các cú sốc cầu là tổng sản lượng dịch chuyển theo cùng chiều với lãi suất và lạm phát. Ví dụ, sự gia tăng chi tiêu của chính phủ sẽ có xu hướng kích cầu nền kinh tế và làm tăng GDP. Điều đó cũng có thể làm tăng lãi suất thông qua tăng cầu vốn vay của chính phủ cũng như thông qua những doanh nghiệp mong muốn vay mượn để tài trợ các dự án mới. Cuối cùng, điều đó cũng có thể làm tăng tỷ lệ lạm phát nếu cầu hàng hóa và dịch vụ tăng lên ngang bằng hay cao hơn tổng công suất sản xuất của nền kinh tế.

Đặc điểm của các cú sốc cung thường là sự dịch chuyển của tổng sản lượng theo chiều ngược lại với lạm phát và lãi suất. Ví dụ, sự tăng mạnh giá dầu nhập khẩu sẽ có tính chất gây lạm phát vì chi phí sản xuất sẽ tăng, cuối cùng sẽ dẫn đến tăng giá các hàng hóa sau cùng. Sự gia tăng lạm

phát trong ngắn hạn có thể dẫn đến lãi suất danh nghĩa cao hơn. Trong bối cảnh này, tổng sản lượng sẽ giảm. Với nguyên vật liệu đắt đỏ hơn, công suất sản xuất của nền kinh tế sẽ giảm, cũng như khả năng mua sắm hàng hóa hiện đã tăng giá của các cá nhân và GDP cũng giảm.

Chúng ta có thể liên hệ khung phân tích này với phân tích đầu tư như thế nào? Bạn muốn nhận diện những ngành sẽ giúp ích nhất hay tổn thương nhất trong một bối cảnh kinh tế vĩ mô bất kỳ mà bạn hình dung ra. Ví dụ, nếu bạn dự báo sự thắt chặt cung tiền, bạn sẽ muốn tránh những ngành như sản xuất ô tô, vốn có thể bị tổn thương bởi sự gia tăng lãi suất có thể xảy ra. Một lần nữa, chúng tôi cảnh báo bạn rằng việc dự báo này không phải là việc dễ dàng. Các dự đoán kinh tế vĩ mô khét tiếng là không đáng tin cậy. Và một lần nữa, bạn phải ý thức rằng trong toàn bộ khả năng có thể xảy ra, dự báo của bạn sẽ được thực hiện bằng cách chỉ sử dụng những thông tin có sẵn được công bố. Bất kỳ lợi thế đầu tư nào bạn có được chỉ là kết quả của việc phân tích tốt hơn, chứ không phải thông tin tốt hơn.

12.5 Chính sách chính phủ liên bang

Như phần trên cho thấy, chính phủ có hai nhóm công cụ chính sách kinh tế vĩ mô chính – những công cụ chính sách ảnh hưởng đến cầu hàng hóa dịch vụ và những công cụ ảnh hưởng đến cung hàng hóa dịch vụ. Trong gần suốt lịch sử thời hậu chiến, chính sách phía cầu được quan tâm chủ yếu. Trọng tâm là chi tiêu chính phủ, mức thuế, và chính sách tiền tệ. Tuy nhiên, từ thập niên 80, trọng tâm chú ý ngày càng dịch chuyển sang kinh tế học phía cung. Giải thích một cách khái quát, những mối quan ngại về phía cung liên quan đến việc nâng cao công suất sản xuất của nền kinh tế, chứ không phải gia tăng cầu đòi hỏi với những dịch vụ mà nền kinh tế có thể sản xuất ra. Trên thực tế, các nhà kinh tế học về phía cung chú trọng vào sự phù hợp của các động cơ khuyến khích lao động, phát minh đổi mới và chấp nhận những rủi ro phát sinh từ hệ thống thuế khóa của chúng ta. Tuy nhiên, những vấn đề như chính sách quốc gia về giáo dục, cơ sở hạ tầng (như các hệ thống truyền thông và giao thông) và nghiên cứu phát triển cũng được quan tâm thỏa đáng như một phần của chính sách kinh tế vĩ mô về phía cung.

Chính sách tài khoá

Chính sách tài khoá liên quan đến hành động chi tiêu và thu thuế của chính phủ và là một phần của việc ‘quản lý về phía cầu’. Chính sách tài khoá có lẽ là phương thức trực tiếp nhất để kích cầu hoặc làm nền kinh tế chậm lại. Giảm chi tiêu chính phủ sẽ trực tiếp làm giảm phát cầu hàng hóa và dịch vụ. Tương tự, việc tăng thuế suất ngay lập tức sẽ bơm hút thu nhập từ người tiêu dùng về phía chính phủ và dẫn đến giảm tiêu dùng tương đối nhanh.

Chính sách tài khoá: Sử dụng chi tiêu và thu thuế của chính phủ cho mục đích cụ thể là bình ổn nền kinh tế.

Trở lại thay, cho dù chính sách tài khoá có tác động tức thời nhất đối với nền kinh tế thì việc hoạch định và thực hiện chính sách này thường chậm chạp và dây dưa. Điều này là vì chính sách tài khoá đòi hỏi sự cam kết to lớn giữa các nhánh hành pháp và lập pháp. Chính sách thuế và chi tiêu phải được phát động và biểu quyết bởi Quốc hội; điều này đòi hỏi phải có sự thương thảo chính trị đáng kể, và bất kỳ luật nào được thông qua cũng phải được tổng thống ký, lại đòi hỏi nhiều thương thảo hơn. Vì thế, tuy tác động của chính sách tài khoá tương đối nhanh, việc hoạch định và thực hiện thì công kênh đến mức trên thực tế, chính sách tài khoá không thể được sử dụng để tinh chỉnh nền kinh tế.

Hơn nữa, phần lớn chi tiêu của chính phủ, như chi cho hệ thống bảo hiểm y tế Medicare hay bảo hiểm xã hội, thì không có tính chất tùy ý, nghĩa là được xác định bằng công thức chứ không phải chính sách và không thể thay đổi để đáp ứng trước tình hình kinh tế. Điều này làm cho việc hoạch định chính sách tài khoá thậm chí còn cứng nhắc hơn.

Cách phổ biến để tóm tắt tác động của chính sách tài khoá chính phủ là xem xét thâm hụt hay thặng dư ngân sách, vốn chỉ đơn thuần là chênh lệch giữa thu và chi ngân sách. Thâm hụt lớn có nghĩa là chính phủ chi nhiều hơn đáng kể so với thu ngân sách qua hệ thống thuế khóa. Ảnh hưởng ròng là làm tăng cầu hàng hóa (thông qua chi tiêu) nhiều hơn so với làm giảm cầu hàng hóa (thông qua thu thuế), do đó, kích cầu nền kinh tế.

Chính sách tiền tệ

Chính sách tiền tệ liên quan đến việc điều chỉnh cung tiền để ảnh hưởng đến kinh tế vĩ mô và là phần chủ lực trong chính sách về phía cầu. Chính sách tiền tệ chủ yếu phát huy tác dụng thông qua tác động đến lãi suất. Tăng cung tiền làm giảm lãi suất ngắn hạn, cuối cùng khuyến khích cầu đầu tư và tiêu dùng. Tuy nhiên, trong dài hạn, hầu hết các nhà kinh tế tin rằng cung tiền cao hơn chỉ dẫn đến mức giá cao hơn và không có tác động lâu dài đến hoạt động kinh tế. Vì thế, cơ quan quản lý tiền tệ đứng trước sự cân bằng khó khăn. Chính sách tiền tệ mở rộng có lẽ sẽ làm hạ lãi suất và qua đó kích cầu đầu tư và tiêu dùng trong ngắn hạn, nhưng những tình huống này cuối cùng chỉ dẫn đến mức giá cao hơn mà thôi. Sự đánh đổi giữa kích cầu và lạm phát là ngầm ẩn trong mọi cuộc tranh luận về chính sách tiền tệ thích hợp.

Chính sách tiền tệ là những hành động của Hội đồng thống đốc thuộc Hệ thống dự trữ liên bang nhằm ảnh hưởng đến cung tiền hay lãi suất.

Việc thực hiện chính sách tài khoá thì công kênh nhưng có tác động khá trực tiếp đến nền kinh tế, trong khi chính sách tiền tệ dễ dàng hoạch định và thực hiện hơn nhưng có tác động kém tức thời hơn. Chính sách tiền tệ được xác định bởi Hội đồng thống đốc thuộc Hệ thống dự trữ liên bang. Các thành viên hội đồng do tổng thống bổ nhiệm với thời hạn 13 năm và được cô lập với áp lực chính trị. Hội đồng có quy mô nhỏ vừa đủ và chịu sự quyết định của chủ tịch một cách vừa đủ để có thể hoạch định và điều phối chính sách một cách tương đối dễ dàng.

Việc thực hiện chính sách tiền tệ cũng khá trực tiếp. Công cụ được sử dụng phổ biến nhất là nghiệp vụ thị trường mở, trong đó Fed mua hay bán trái phiếu kho bạc trên tài khoản riêng của Hệ thống dự trữ liên bang. Khi mua chứng khoán, Fed chi đơn thuần ký séc, qua đó làm tăng cung tiền. (Không giống như chúng ta, Fed có thể thanh toán cho chứng khoán mà không cần rút tiền mặt từ một tài khoản ngân hàng.) Ngược lại, khi Fed bán chứng khoán, số tiền thanh toán cho chứng khoán được rút ra từ cung tiền. Các hoạt động thị trường mở diễn ra hàng ngày, cho phép Fed điều chỉnh chính sách tiền tệ.

Các công cụ khác để Fed tùy ý sử dụng là *lãi suất chiết khấu*, là lãi suất mà Fed tính trên các khoản vay ngắn hạn của ngân hàng, và *tỷ lệ dự trữ bắt buộc*, là tỷ lệ tiền gửi mà các ngân hàng phải giữ bằng tiền mặt tại chỗ hay gửi vào tài khoản của Fed. Việc giảm lãi suất chiết khấu phát đi tín hiệu về một chính sách tiền tệ mở rộng hơn. Hạ thấp tỷ lệ dự trữ bắt buộc giúp các ngân hàng có thể cho vay nhiều hơn ứng với mỗi USD tiền gửi và kích thích nền kinh tế thông qua tăng cung tiền hiệu dụng.

Lãi suất chiết khấu tuy nằm trong sự kiểm soát trực tiếp của Fed, nhưng không thường xuyên được thay đổi. Cho đến giờ, *lãi suất quỹ liên bang* là định hướng tốt nhất cho chính sách dự trữ

liên bang. Lãi suất quỹ liên bang là lãi suất cho vay ngắn hạn giữa các ngân hàng, chủ yếu là cho vay qua đêm. Những khoản vay này phát sinh vì một số ngân hàng cần vay vốn để đáp ứng yêu cầu dự trữ bắt buộc, trong khi một số ngân hàng khác thừa vốn. Không như lãi suất chiết khấu, lãi suất quỹ liên bang là lãi suất thị trường, nghĩa là nó được xác định bởi cung và cầu chứ không phải được ấn định bằng phương pháp hành chính. Tuy nhiên, Hội đồng dự trữ liên bang ấn định mức mục tiêu của lãi suất quỹ liên bang, mở rộng hay thu hẹp cung tiền thông qua các nghiệp vụ thị trường mở khi Hội đồng điều chỉnh quỹ liên bang về giá trị mục tiêu. Đây là lãi suất ngắn hạn tiêu chuẩn của Hoa Kỳ, và được hiểu là có ảnh hưởng đáng kể đối với các mức lãi suất khác ở Hoa Kỳ và phần còn lại của thế giới.

Chính sách tiền tệ ảnh hưởng đến nền kinh tế theo một con đường vòng hơn so với chính sách tài khoá. Trong khi chính sách tài khoá trực tiếp kích thích nền kinh tế hoặc làm cho nó phát triển bớt nóng hơn thì chính sách tiền tệ phát huy tác dụng chủ yếu thông qua tác động đối với lãi suất. Tăng cung tiền làm giảm lãi suất; điều đó kích cầu đầu tư. Khi số lượng tiền trong nền kinh tế tăng lên, các nhà đầu tư sẽ nhận thấy rằng các danh mục tài sản của họ bao gồm quá nhiều tiền. Họ sẽ cân đối lại danh mục thông qua mua những chứng khoán chẳng hạn như trái phiếu, gây sức ép khiến giá trái phiếu tăng lên và lãi suất giảm. Trong dài hạn, các cá nhân có thể gia tăng nắm giữ cổ phiếu cũng như cuối cùng mua các tài sản thực, giúp trực tiếp kích cầu tiêu dùng. Tuy nhiên, ảnh hưởng sau cùng của chính sách tiền tệ đối với cầu đầu tư và tiêu dùng thì kém tức thời hơn so với ảnh hưởng của chính sách tài khoá.

Hộp dưới đây tập trung vào những chọn lựa mà các nhà hoạch định chính sách kinh tế phải đương đầu vào đầu năm 2009 khi họ cố gắng ngăn chặn hay chí ít cũng xoa dịu tình trạng suy thoái kinh tế đang lớn dần. Hộp này đề cập tới nhiều chủ đề trong chính sách kinh tế, chẳng hạn như với lãi suất ngắn hạn gần bằng không, chính sách tiền tệ đã gần như đi đến giới hạn, buộc chính phủ phải quay lại với chính sách tài khoá. Thật vậy, vào lúc đó, chỉ riêng chính phủ Hoa Kỳ không thôi đã xem xét việc cắt giảm thuế 300 tỷ USD cùng với sự gia tăng ô ạt chi tiêu liên bang khoảng 375 tỷ USD vào các dự án cơ sở hạ tầng. Bài báo lưu ý mối đe dọa rằng thâm hụt ngân sách liên bang khổng lồ xảy ra có thể làm tăng lãi suất và chèn lấn đầu tư tư nhân, và khi nền kinh tế phục hồi, tình trạng thâm hụt đó cần được khống chế tức thời để tránh rủi ro châm ngòi lạm phát trở lại.

Trên thương trường

Điều quan trọng từ xưa nhưng vẫn còn mới mẻ trong kinh tế học: J. M. Keynes

Hoa Kỳ và hàng chục nước khác trên thế giới đang quay lại với việc chi tiêu ô ạt của chính phủ như một biện pháp chống suy thoái. Vòng quanh thế giới, lãi suất đã được giảm mạnh và hàng nghìn tỷ USD cam kết ứng cứu. Nhưng cơn suy thoái toàn cầu vẫn lún sâu. Vì thế các nhà hoạch định chính sách đang triển khai ý tưởng của nhà kinh tế John Maynard Keynes, người mà vào thập niên 1930 từng lập luận rằng chính phủ các nước nên chống lại cuộc Đại suy thoái bằng cách chi tiêu nhiều hơn. Ông lập luận, khi người tiêu dùng và các doanh nghiệp chi tiêu yếu ớt, chính phủ phải trực tiếp kích cầu.

Chính sách của Keynes không còn được ưa chuộng vào thập niên 70, khi việc chi tiêu của chính phủ bị đổ lỗi là làm thúc đẩy lạm phát trên khắp thế giới. Nhưng với cơn hỗn loạn kinh tế toàn cầu được so sánh với hồi thập niên 30, chi tiêu chính phủ một lần nữa lại trở thành một thời thượng.

Những người chỉ trích lập luận rằng thâm hụt ngân sách gây sức ép làm tăng lãi suất và giảm

đầu tư trong khu vực tư nhân, hoạt động đầu tư mà họ cho rằng có hiệu quả hơn trong việc sử dụng đồng vốn. Thế nhưng, với nền kinh tế Hoa Kỳ đứng trước mối đe dọa kiểu như hồi những năm 30, chính quyền Obama đang nhìn lại thời kỳ Đại suy thoái để tìm kiếm sự hướng dẫn. Chương trình quản lý tiền bộ việc làm của Tổng thống Franklin Roosevelt đã mang lại việc làm cho hàng triệu người dân Mỹ.

Biện pháp kích cầu bằng chính sách ngân sách của Keynes từng phổ biến trên toàn cầu mãi đến thập niên 60, nhất là trong công cuộc tái thiết châu Âu và Nhật Bản sau chiến tranh. Nhưng sự tăng trưởng được khơi nguồn từ Keynes đã chạm phải giới hạn trong những thập niên tiếp theo. Nhiều nước thực hiện việc chi tiêu không đúng lúc, rót tiền vào nền kinh tế và dẫn đến nền kinh tế bùng phát quá nóng. Nhiều nước cũng lãng phí nguồn vốn. Nhật Bản trở nên nổi tiếng khi đầu tư vào những sân bay ít được sử dụng và những chiếc cầu dẫn đến những hòn đảo dân cư thưa thớt. Khi Ronald Reagan lên cầm quyền ở Mỹ và Margaret Thatcher ở Anh, sự chỉ trích chính sách kích cầu bằng ngân sách lộ rõ. Mục tiêu trở thành thu hẹp chi tiêu chính phủ.

Chính sách tiền tệ cũng đã bắt đầu đóng một vai trò quan trọng hơn, khi các ngân hàng trung ương đẩy lãi suất lên cao để hạ lạm phát xuống. Tình trạng suy thoái xem ra giãn dần tiến độ và đỡ đau thương hơn. Thời kỳ từ đầu thập niên 80 cho đến cuộc khủng hoảng gần đây được gọi là ‘Đại điều độ’, khi hoạt động kinh tế và lạm phát trở nên đỡ biến động hơn. Nhưng trong thời kỳ hỗn loạn tài chính gần đây nhất, chính sách tiền tệ trở nên bất cập. Cục Dự trữ liên bang Hoa Kỳ hạ lãi suất mục tiêu gần bằng không vào tháng trước, nhưng nền kinh tế vẫn tiếp tục vòng xoáy suy thoái.

Vì thế, các nước một lần nữa đang chuyển sang dùng chi tiêu chính phủ kích cầu để cố gắng đẩy nền kinh tế quay lại đường ray. Các nhà kinh tế nói rằng nếu chính phủ có thể đưa nguồn tiền vào nền kinh tế một cách nhanh chóng, chọn những dự án có ảnh hưởng to lớn nhất, và bảo đảm việc chi tiêu ngân sách chỉ là tạm thời, thì họ có thể tránh được lạm phát và chi tiêu lãng phí.

Để bảo đảm đồng tiền được chi tiêu, Hoa Kỳ và các nước khác đang tập trung vào đầu tư cơ sở hạ tầng nhằm tạo ra việc làm. Tổng thống Barack Obama có kế hoạch sử dụng nguồn vốn kích cầu để sửa chữa trường học, mở rộng tiếp cận internet băng thông rộng, và đưa những công nghệ hiệu quả về năng lượng vào các tòa nhà công cộng.

Lạm phát nhanh chóng trở nên không còn là mối quan ngại trên khắp thế giới nữa. Lạm phát có thể tái xuất hiện một khi tăng trưởng đạt đỉnh cao. Điều đó để lại một kiểm nghiệm lớn cho sự phục hồi của biện pháp kích cầu bằng chính sách ngân sách: Keynes đã từng cảnh báo, một khi nền kinh tế phục hồi, việc chi tiêu của chính phủ cần đảo ngược và thâm hụt phải được cắt giảm. Đó là những gì mà một thời các nước từng khó nhọc thực hiện.

Nguồn: Sudeep Reddy, ‘The New Old Big Thing in Economics: J. M. Keynes’, *The Wall Street Journal*, 8-1-2009. In lại với sự cho phép của *The Wall Street Journal*, Bản quyền © 2009 Dow Jones & Company, Inc. Bảo lưu bản quyền trên toàn thế giới.

Kiểm tra khái niệm 12.2

Giả sử chính phủ muốn kích thích nền kinh tế mà không tăng lãi suất. Sự kết hợp chính sách tiền tệ và chính sách tài khoá như thế nào để có thể đạt được mục tiêu này?

Các chính sách về phía cung

Các chính sách tiền tệ và tài khoá là những công cụ về phía cầu, tác động đến nền kinh tế thông qua kích thích tổng cầu hàng hóa và dịch vụ. Niềm tin ngầm ẩn là: nền kinh tế tự nó sẽ không đạt đến trạng thái cân bằng toàn dụng lao động, và chính sách kinh tế vĩ mô có thể đẩy nền kinh tế hướng tới mục tiêu này. Trái lại, các chính sách về phía cung sẽ xử lý vấn đề công suất sản xuất của nền kinh tế. Mục tiêu là tạo ra một môi trường trong đó người lao động và chủ sở hữu vốn có động cơ và khả năng tối đa để sản xuất và phát triển hàng hóa.

Các nhà kinh tế học về phía cung cũng chú ý nhiều vào chính sách thuế. Trong khi các nhà kinh tế học về phía cầu xem xét ảnh hưởng của thuế khóa đối với cầu tiêu dùng, những người đứng về phía cung tập trung vào các biện pháp khuyến khích và thuế suất biên. Họ lập luận rằng hạ thuế suất sẽ khơi gợi đầu tư nhiều hơn và cải thiện động cơ làm việc, qua đó đẩy mạnh tăng trưởng kinh tế. Một số người lập luận sâu xa hơn và cho rằng giảm thuế suất có thể dẫn đến tăng thu ngân sách vì thuế suất thấp sẽ làm cho nền kinh tế cũng như cơ sở thuế tăng trưởng nhiều hơn so với thuế suất giảm.

Kiểm tra khái niệm 12.3

Theo sau việc cắt giảm thuế mạnh vào năm 2001 là sự tăng trưởng tương đối nhanh của GDP. Các nhà kinh tế học về phía cung và về phía cầu lý giải hiện tượng này khác nhau như thế nào?

12.6 Chu kỳ kinh tế

Chúng ta đã xem xét những công cụ mà chính phủ sử dụng để điều chỉnh nền kinh tế, cố gắng duy trì thất nghiệp thấp và lạm phát thấp. Bất chấp những nỗ lực này, các nền kinh tế dường như không ngừng trải qua những thời kỳ suy thoái và những giai đoạn tăng trưởng. Một yếu tố ảnh hưởng đến quyết định phân bổ tài sản chung của nhiều nhà phân tích là việc dự báo liệu nền kinh tế vĩ mô đang cải thiện hay đang đi xuống. Một dự báo khác lạ hơn so với quan điểm chung của thị trường có thể có một tác động lớn đối với chiến lược đầu tư.

Chu kỳ kinh tế

Nền kinh tế trải qua những thời kỳ mở rộng và thu hẹp lặp đi lặp lại, cho dù chiều dài và độ sâu của các chu kỳ này có thể không đều. Diễn tiến lặp đi lặp lại của suy thoái và phục hồi được gọi là **các chu kỳ kinh tế**. Hình 12.4 trình bày đồ thị của một vài thước đo về sản xuất và sản lượng. Chuỗi số liệu về sản xuất cho thấy sự biến thiên rõ rệt xung quanh một xu hướng đi lên. Đồ thị bên dưới về sự khai thác công suất cũng thể hiện một diễn tiến mang tính chu kỳ rõ rệt (cho dù không đều).

Chu kỳ kinh tế là các chu kỳ suy thoái và phục hồi lặp đi lặp lại.

Các điểm chuyển đổi giữa các chu kỳ được gọi là các đỉnh và đáy, được xác định bằng đường biên của các vùng tô màu trên đồ thị. **Đỉnh** là điểm chuyển đổi từ sự kết thúc thời kỳ mở rộng sang sự bắt đầu thời kỳ thu hẹp. **Đáy** xuất hiện ở đáy của thời kỳ suy thoái khi nền kinh tế bắt đầu phục hồi. Các vùng tô màu trong Hình 12.4 trình bày các thời kỳ suy thoái.

Đỉnh là điểm chuyển đổi từ sự kết thúc thời kỳ mở rộng sang sự bắt đầu thời kỳ thu hẹp.

Đấy là điểm chuyển đổi từ suy thoái sang phục hồi.

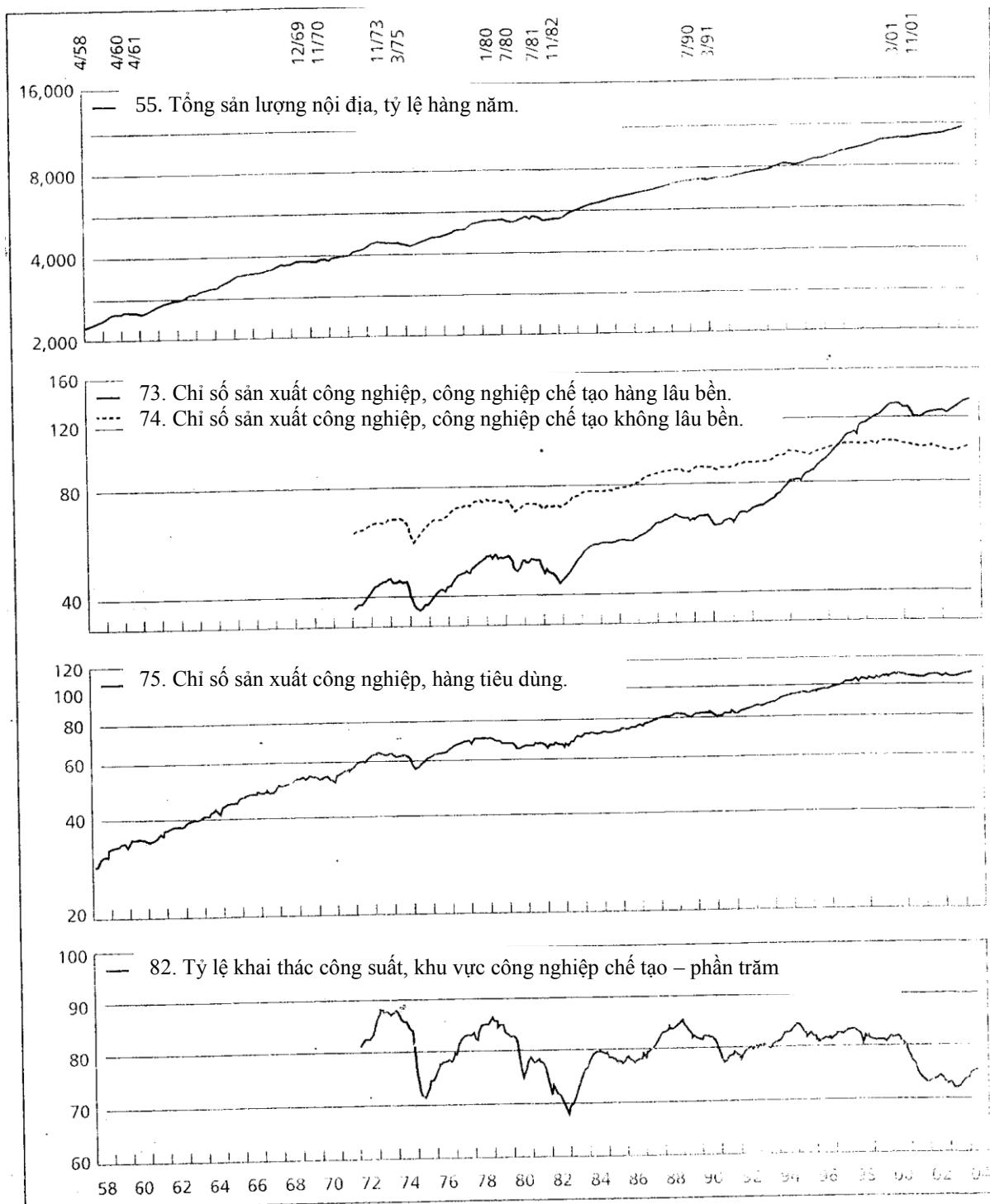
Khi nền kinh tế đi qua các giai đoạn khác nhau trong chu kỳ kinh doanh, lợi nhuận tương đối của các nhóm ngành khác nhau dự kiến cũng thay đổi. Ví dụ, ở đáy, ngay trước khi nền kinh tế bắt đầu phục hồi từ một đợt suy thoái, người ta dự kiến **những ngành theo chu kỳ** - nghĩa là những ngành có độ nhạy với trạng thái của nền kinh tế cao hơn bình quân – sẽ có xu hướng đạt được kết quả hoạt động tốt hơn những ngành khác. Ví dụ về những ngành theo chu kỳ là những ngành sản xuất hàng hóa lâu bền, như ô tô và máy giặt. Vì việc mua sắm những hàng hóa này có thể được trì hoãn trong thời kỳ suy thoái, nên doanh số bán hàng đặc biệt nhạy cảm trước tình hình kinh tế vĩ mô. Những ngành theo chu kỳ khác bao gồm những nhà sản xuất hàng hóa đầu tư, nghĩa là những hàng hóa được sử dụng bởi các doanh nghiệp khác để sản xuất sản phẩm của họ. Khi cầu sa sút, ít có công ty nào mở rộng sản xuất và mua sắm hàng hóa đầu tư. Do đó, ngành sản xuất hàng hóa đầu tư gánh chịu thiệt hại trong thời kỳ suy thoái nhưng làm ăn khá khi kinh tế mở rộng.

Những ngành theo chu kỳ là những ngành có độ nhạy với trạng thái của nền kinh tế cao hơn bình quân.

Trái với những công ty theo chu kỳ, **những ngành phòng thủ** là những ngành ít nhạy cảm trước chu kỳ kinh tế. Đó là những ngành sản xuất những hàng hóa mà doanh số và lợi nhuận ít nhạy cảm nhất với trạng thái của nền kinh tế. Các ngành phòng thủ bao gồm các nhà sản xuất và chế biến lương thực thực phẩm, các hãng dược, và các công ty tiện ích công cộng. Những ngành này sẽ hoạt động tốt hơn so với những ngành khác khi nền kinh tế bước vào suy thoái.

Hình 12.4 Các chỉ báo mang tính chu kỳ

Nguồn: Ủy ban hội nghị, *Business Cycle Indicators* 9, số 8 (tháng 8-2004), trang 10.



Những ngành phòng thủ là những ngành có độ nhạy với trạng thái của nền kinh tế thấp hơn bình quân.

Việc phân loại theo chu kỳ và phòng thủ này tương ứng với khái niệm về rủi ro hệ thống hay rủi ro thị trường được trình bày trong thảo luận của chúng ta về lý thuyết danh mục đầu tư. Ví dụ, khi nhận thức về sức khỏe của nền kinh tế trở nên lạc quan hơn, giá của hầu hết các cổ phiếu sẽ

tăng khi dự báo lợi nhuận tăng. Vì các công ty theo chu kỳ nhạy cảm nhất với diễn biến phát triển này, giá cổ phiếu những công ty này sẽ tăng nhiều nhất. Vì thế, các công ty trong những ngành theo chu kỳ sẽ có xu hướng có cổ phiếu có beta cao. Khi đó, nói chung, cổ phiếu của các công ty theo chu kỳ sẽ thể hiện kết quả tốt hơn khi tin tức kinh tế trở nên lạc quan, nhưng cũng thể hiện những kết quả tệ nhất khi những tin tức đó xấu đi. Trái lại, các công ty phòng thủ sẽ có beta thấp và kết quả hoạt động tương đối ít bị ảnh hưởng bởi tình hình thị trường chung.

Nếu đánh giá của bạn về giai đoạn trong chu kỳ kinh tế đáng tin cậy hơn so với đánh giá của những nhà đầu tư khác, việc chọn lựa giữa các ngành theo chu kỳ và các ngành phòng thủ sẽ dễ dàng. Bạn sẽ chọn những ngành theo chu kỳ khi bạn tương đối lạc quan về nền kinh tế, và bạn sẽ chọn những công ty phòng thủ khi bạn tương đối bi quan hơn. Tuy nhiên, như ta đã biết từ phần thảo luận về các thị trường hiệu quả, các phương án chọn lựa đầu tư hấp dẫn sẽ hiếm khi nào bộc lộ rõ ràng. Người ta thường không nhận thấy rõ ràng khi nào thì một đợt suy thoái hay mở rộng bắt đầu hay kết thúc mãi cho tới vài tháng sau khi sự kiện đã xảy ra. Với những hiểu biết sau khi sự việc đã xảy ra, sự chuyển đổi từ trạng thái mở rộng sang suy thoái và ngược lại có vẻ hiển nhiên, nhưng ngay vào thời điểm đó, thường khó mà xác định liệu nền kinh tế đang phát triển quá nóng hay đang chậm dần.

Các chỉ báo kinh tế

Ứng với bản chất luân phiên của các chu kỳ kinh tế, ta không ngạc nhiên khi thấy chu kỳ có thể phần nào được dự đoán. Ban hội nghị xuất bản một bộ chỉ báo về chu kỳ kinh tế để giúp dự báo, đo lường và lý giải những biến động ngắn hạn trong hệ thống kinh tế. **Các chỉ báo kinh tế đi trước** là những chuỗi số liệu kinh tế có xu hướng tăng hay giảm trước phần còn lại của nền kinh tế. Các chỉ báo đồng thời hay các chỉ báo trễ, như tên gọi cho thấy, là những chỉ báo diễn ra đồng thời hay sau nền kinh tế chung.

Các chỉ báo kinh tế đi trước là các chuỗi số liệu kinh tế có xu hướng tăng hay giảm trước phần còn lại của nền kinh tế.

Mười chuỗi số liệu được gộp lại thành một chỉ số tổng hợp về các chỉ báo kinh tế đi trước vẫn thường được mọi người theo dõi. Tương tự, bốn chỉ báo đồng thời và bảy chỉ báo trễ sẽ tạo thành các chỉ số riêng. Thành phần của các chỉ số này được trình bày trong Bảng 12.2.

Bảng 12.2 Chỉ số của các chỉ báo kinh tế**A. Các chỉ báo đi trước**

1. Số giờ làm việc bình quân trong tuần của người lao động sản xuất (công nghiệp chế tạo).
2. Hồ sơ yêu cầu bảo hiểm thất nghiệp ban đầu.
3. Đơn hàng mới của các nhà sản xuất công nghiệp chế tạo (các ngành hàng hóa tiêu dùng và nguyên vật liệu).
4. Tỷ lệ những công ty báo cáo giao hàng chậm hơn.
5. Đơn hàng mới của hàng hóa đầu tư ngoài lĩnh vực quốc phòng.
6. Số lượng nhà ở tư nhân mới được cấp phép thông qua giấy phép xây dựng địa phương.
7. Đường cong lợi suất: Chênh lệch giữa lợi suất trái phiếu kho bạc 10 năm và lãi suất quỹ liên bang.
8. Giá cổ phiếu, 500 cổ phiếu phổ thông.
9. Tỷ lệ tăng trưởng cung tiền (M2).
10. Chỉ số kỳ vọng của người tiêu dùng.

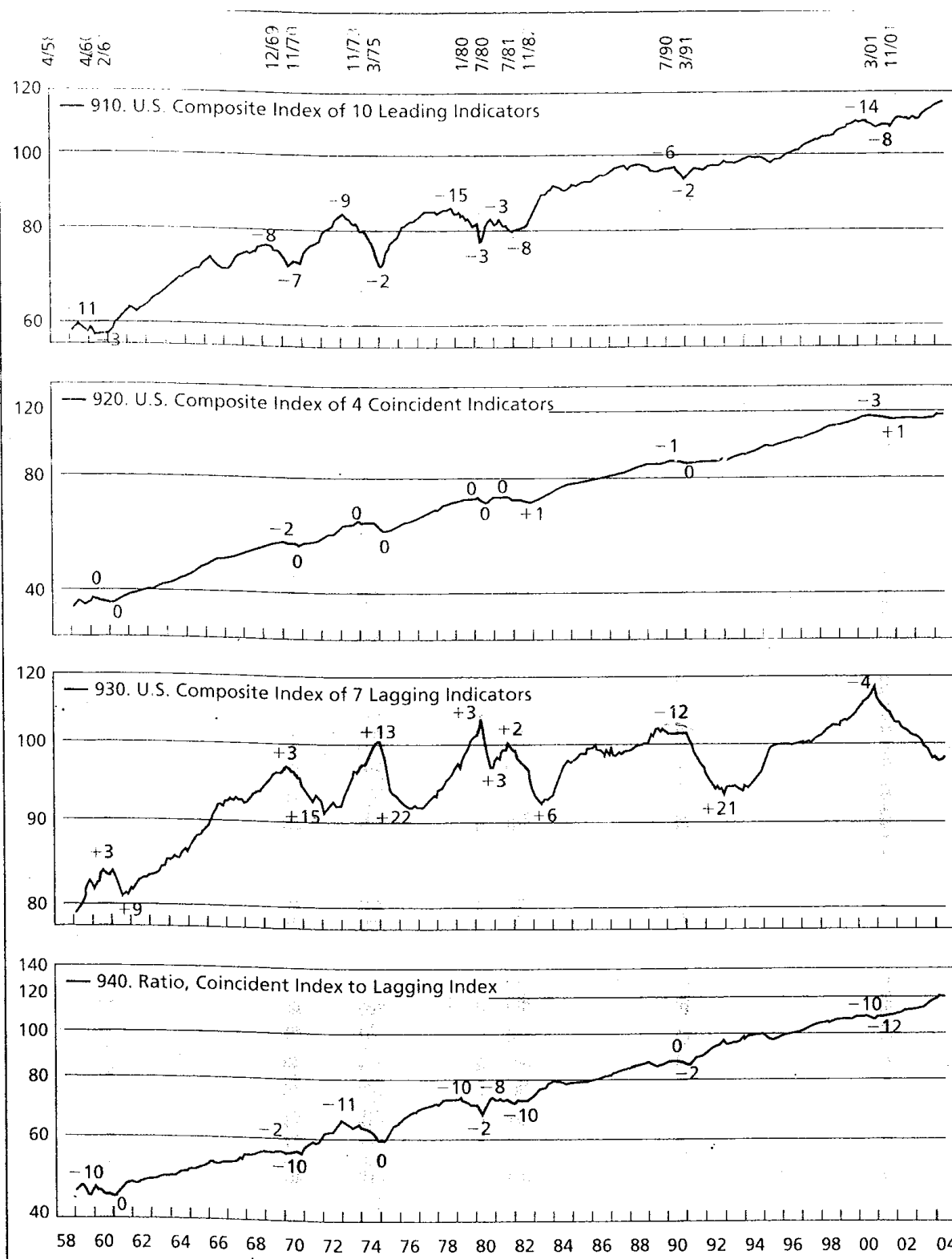
B. Các chỉ báo đồng thời

1. Số người lao động trên bảng lương phi nông nghiệp.
2. Thu nhập cá nhân trừ đi thanh toán chuyển giao.
3. Sản xuất công nghiệp.
4. Doanh số công nghiệp chế tạo và thương mại.

C. Các chỉ báo trễ

1. Thời gian thất nghiệp bình quân.
2. Tỷ lệ tồn kho thương mại trên doanh số.
3. Thay đổi của chỉ số chi phí lao động trên đơn vị sản lượng.
4. Lãi suất cơ bản bình quân của các ngân hàng.
5. Cho vay thương mại và công nghiệp đang lưu hành.
6. Tỷ số tín dụng trả góp của người tiêu dùng trên thu nhập cá nhân.
7. Thay đổi chỉ số giá tiêu dùng đối với các ngành dịch vụ.

Hình 12.5 trình bày các chuỗi này. Các con số trong hình gần các điểm uốn của mỗi chuỗi biểu thị độ dài thời gian đi trước hay thời gian trễ (tính theo số tháng) từ điểm uốn cho đến đỉnh hay đáy của chu kỳ kinh tế tương ứng. Trong khi chỉ số của các chỉ báo đi trước thay đổi một cách nhất quán trước phần còn lại của nền kinh tế, thời gian đi trước lại khá thất thường. Hơn nữa, thời gian đi trước các đỉnh thường dài hơn thời gian đi trước các đáy.

Hình 12.5 Các chỉ số của các chỉ báo đi trước, đồng thời và trễ

910: Chỉ số tổng hợp 10 chỉ báo đi trước; 920: Chỉ số tổng hợp 4 chỉ báo đồng thời. 930: Chỉ số tổng hợp 7 chỉ báo trễ; 940: Tỷ số của Chỉ số đồng thời trên Chỉ số trễ.

Nguồn: Hội đồng hội nghị, *Business Cycle Indicators*, tháng 8-2004, trang 3.

Chỉ số giá thị trường cổ phiếu là một chỉ báo đi trước. Điều này xảy ra đúng như ta nghĩ, vì giá cổ phiếu là những dự đoán trước về lợi nhuận tương lai. Đáng tiếc thay, điều này làm cho chuỗi các chỉ báo đi trước trở nên kém hữu ích hơn đối với chính sách đầu tư – trước khi chuỗi này dự đoán sự gia tăng thì thị trường đã hành động mất rồi. Trong khi chu kỳ kinh tế xem ra phần nào có thể dự đoán được, người ta không thể dự đoán được thị trường cổ phiếu. Đây chỉ là một trong những biểu hiện của giả thiết thị trường hiệu quả.

Cung tiền là một chỉ báo đi trước khác. Điều này có lý dưới ánh sáng của những thảo luận trên đây của chúng ta về độ trễ xung quanh ảnh hưởng của chính sách tiền tệ đối với nền kinh tế. Một chính sách tiền tệ mở rộng có thể được quan sát khá nhanh, nhưng chính sách đó có thể chỉ ảnh hưởng đến nền kinh tế sau vài tháng. Do đó, chính sách tiền tệ ngày nay có thể dự đoán tốt về hoạt động kinh tế tương lai.

Các chỉ báo đi trước khác chú trọng trực tiếp vào những quyết định đưa ra hôm nay sẽ ảnh hưởng đến sản xuất trong tương lai gần. Ví dụ, các đơn hàng mới của các nhà sản xuất công nghiệp chế tạo, các hợp đồng và đơn hàng máy móc thiết bị, và khởi công nhà xưởng phát tín hiệu về sự mở rộng kinh tế sắp đến.

Nhiều chỉ báo kinh tế được công bố cho công chúng như những cuốn ‘lich kinh tế’ đều đặn. Bảng 12.3 liệt kê ngày công bố và nguồn của khoảng 20 chỉ số thống kê được quan tâm. Khi được công bố, những thông tin này được tường thuật trên báo chí tài chính, ví dụ như tờ *The Wall Street Journal*. Những thông tin này cũng có sẵn trên nhiều trang web như Yahoo!. Hình 12.6 là một đoạn trích từ trang Economic Calendar gần đây trên Yahoo!. Trang này trình bày những thông tin công bố trong tuần 10-11-2008. Lưu ý rằng dự báo gần đây về từng biến số được cung cấp cùng với giá trị thực tế của từng chỉ số thống kê. Điều này là hữu ích, vì trên một thị trường hiệu quả, giá chứng khoán sẽ phản ánh những kỳ vọng thị trường. Thông tin mới trong thông báo sẽ xác định phản ứng của thị trường.

Các chỉ báo khác

Bạn có thể tìm thấy nhiều thông tin quan trọng về trạng thái của nền kinh tế từ các nguồn khác với các câu phần chính thức của lịch kinh tế hay các câu phần của chỉ báo chu kỳ kinh tế. Bảng 12.4 bao gồm một số chỉ báo được rút ra từ một số đề xuất trong tạp chí *Inc.*¹

¹ Gene Sperling và minh họa của Thomas Fuchs, ‘The Insider’s Guide to Economic Forecasting.’ *Inc.*, tháng 8-2003, trang 96.

Bảng 12.3 Lịch kinh tế

Trị thống kê	Ngày công bố*	Nguồn	Trang web (www.)
Doanh số ô tô và xe tải	Ngày 2 mỗi tháng	Bộ Thương mại	commerce.gov
Hàng tồn kho kinh doanh	Ngày 15 mỗi tháng	Bộ Thương mại	commerce.gov
Chỉ tiêu xây dựng	Ngày làm việc đầu tiên trong tháng	Bộ Thương mại	commerce.gov
Niềm tin của người tiêu dùng	Ngày thứ ba cuối cùng của tháng	Hội đồng hội nghị	conference-board.gov
Tín dụng tiêu dùng	Ngày làm việc thứ 5 trong tháng	Hội đồng dự trữ liên bang	federalreserve.gov
Chỉ số giá tiêu dùng (CPI)	Ngày 13 mỗi tháng	Cục Thống kê lao động	bls.gov
Đơn hàng tiêu dùng	Ngày 26 mỗi tháng	Bộ Thương mại	commerce.gov
Chỉ số chi phí lao động	Cuối tháng đầu tiên của quý	Cục Thống kê lao động	bls.gov
Hồ sơ lao động (thất nghiệp, số giờ làm việc bình quân trong tuần, bảng lương phi nông nghiệp)	Ngày thứ sáu đầu tiên của tháng	Cục Thống kê lao động	bls.gov
Doanh số bán nhà hiện hữu	Ngày 25 mỗi tháng	Hiệp hội Quản lý bất động sản quốc gia	realtor.org
Đơn hàng nhà máy	Ngày làm việc đầu tiên trong tháng	Bộ Thương mại	commerce.gov
Tổng sản lượng nội địa	Tuần lễ thứ 3 – thứ 4 trong tháng	Bộ Thương mại	commerce.gov
Khởi công nhà	Ngày 16 mỗi tháng	Bộ Thương mại	commerce.gov
Sản xuất công nghiệp	Ngày 15 mỗi tháng	Hội đồng dự trữ liên bang	federalreserve.gov
Hồ sơ yêu cầu bảo hiểm thất nghiệp ban đầu	Các ngày thứ năm	Bộ Lao động	dol.gov
Cán cân thương mại quốc tế	Ngày 20 mỗi tháng	Bộ Thương mại	commerce.gov
Chỉ số các chỉ báo kinh tế đi trước	Đầu tháng	Hội đồng hội nghị	conference-board.org
Cung tiền	Các ngày thứ năm	Hội đồng dự trữ liên bang	federalreserve.gov
Doanh số bán nhà mới	Ngày làm việc cuối cùng trong tháng	Bộ Thương mại	commerce.gov
Chỉ số giá sản xuất	Ngày 11 mỗi tháng	Cục Thống kê lao động	bls.gov
Năng suất và chi phí	Tháng thứ hai trong quý (khoảng ngày 7 của tháng đó)	Cục Thống kê lao động	bls.gov
Doanh số bán lẻ	Ngày 13 mỗi tháng	Bộ Thương mại	commerce.gov
Điều tra các nhà quản lý mua hàng	Ngày làm việc đầu tiên mỗi tháng	Viện Quản lý cung	ism.ws

* Nhiều ngày công bố này chỉ có tính chất gần đúng.

Hình 13.6 Lịch kinh tế trên Yahoo!

Last Week				Next Week				
Date	Time (ET)	Statistic	For	Actual	Briefing Forecast	Market Expects	Prior	Revised From
Nov 13	8:30 A.M.	Initial Claims	Nov 8	516K	475K	479K	484K	481K
Nov 13	8:30 A.M.	Trade Balance	Sep	-\$56.5B	-\$56.0B	-\$57.0B	-\$59.1B	
Nov 13	2:00 A.M.	Treasury Budget	Oct	-\$237.2B	NA	-\$134.0B	-\$59.6B	
Nov 14	8:30 A.M.	Import Prices ex-oil	Oct	-0.9%	NA	NA	-0.9%	
Nov 14	8:30 A.M.	Retail Sales	Oct	-2.8%	-1.9%	-2.1%	-1.3%	-1.2%
Nov 14	10:00 A.M.	Business Inventories	Sep	-0.2%	0.2%	-0.1%	0.2%	0.3%

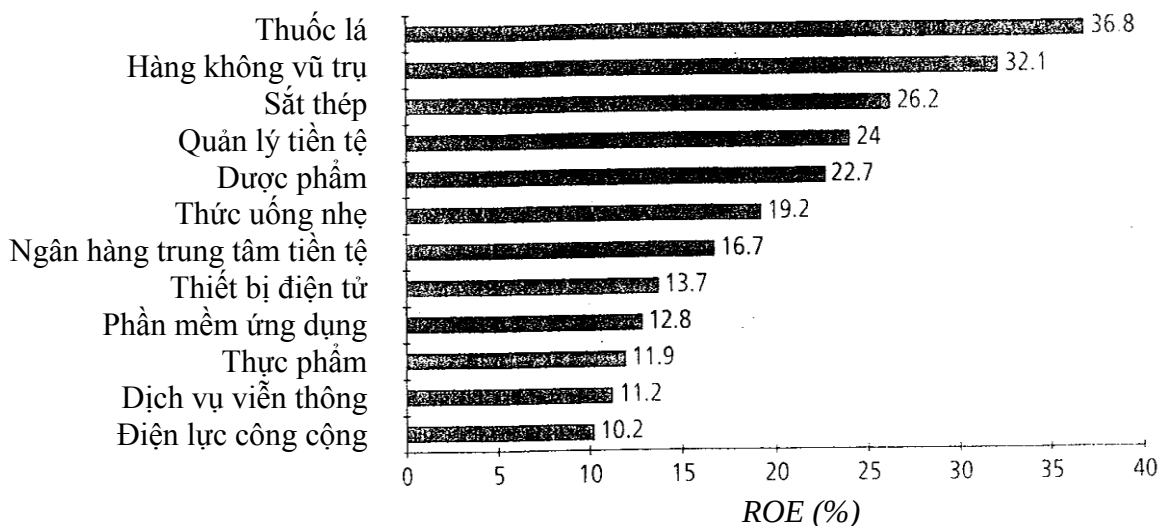
Nguồn: Yahoo!, Briefing Economic Calendar, biz.yahoo.com/c/e.html, 17-11-2008. Trình bày lại với sự cho phép của Yahoo! Inc. © 2008 by Yahoo! Inc. Yahoo! và logo Yahoo! là nhãn hiệu thương mại của Yahoo! Inc.

Bảng 12.4 Các chỉ báo kinh tế hữu ích

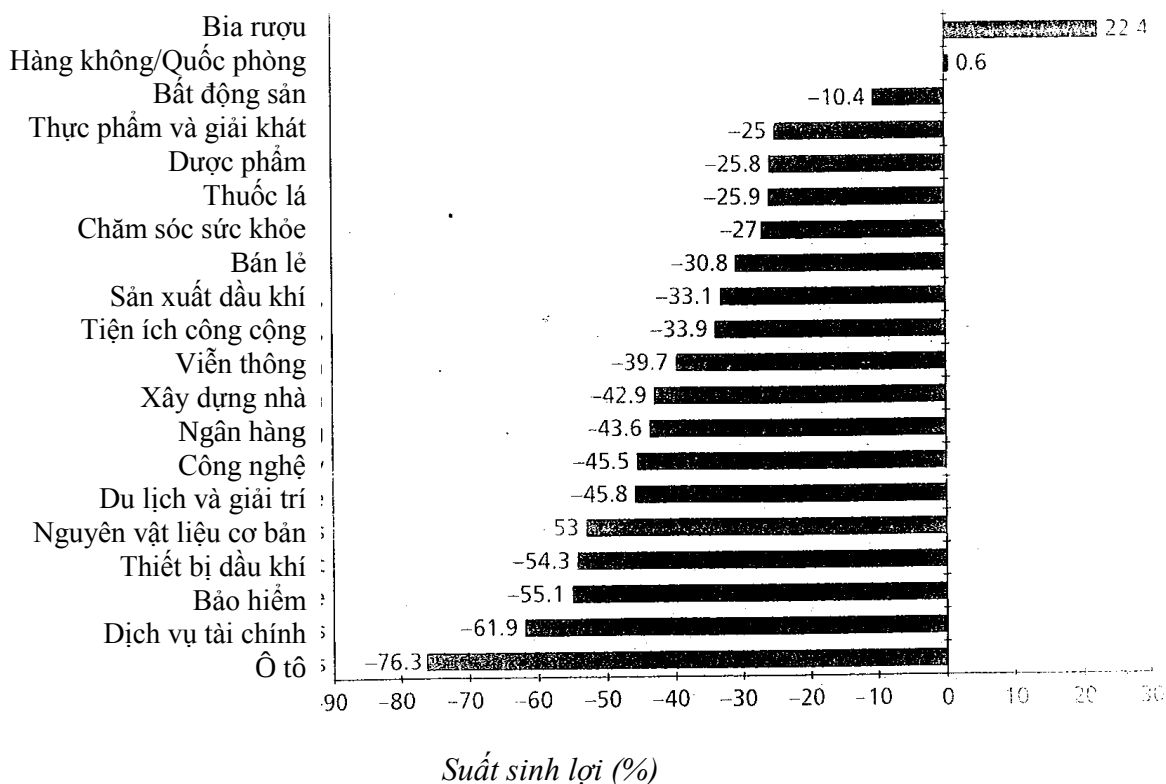
Thăm dò ý kiến các giám đốc điều hành http://businessroundtable.org	Bàn tròn doanh nghiệp điều tra khảo sát các giám đốc điều hành về chỉ tiêu kế hoạch, một số đo tốt thể hiện tâm lý lạc quan của họ về nền kinh tế.
Công việc tạm thời, tìm mục 'Temporary Help Services' trên trang: www.bls.gov	Một chỉ báo đi trước bổ ích. Các doanh nghiệp thường tuyển dụng lao động tạm thời khi nền kinh tế bắt đầu đi lên, cho đến khi họ nhận thấy rõ ràng là giai đoạn đi lên sẽ được duy trì lâu dài. Chuỗi số liệu này có sẵn trên trang web của Cục Thống kê lao động.
Doanh số Wal Mart www.walmartstores.com	Doanh số của Wal Mart là một chỉ báo tốt về lĩnh vực bán lẻ. Trang này cũng công bố doanh số của cùng cửa hàng hàng tuần.
Cho vay thương mại và công nghiệp www.federalreserve.gov	Các khoản vay này được sử dụng bởi các doanh nghiệp qui mô vừa và nhỏ. Thông tin này được Cục dự trữ liên bang công bố hàng tuần.
Các nhà sản xuất chất bán dẫn www.semi.org	Tỷ số doanh số sổ sách trên giá trị hóa đơn (nghĩa là doanh số mới so với giao hàng thực tế) cho thấy liệu cầu trong lĩnh vực công nghệ đang tăng (tỷ số > 1) hay đang giảm. Tỷ số này được công bố bởi tổ chức Thiết bị bán dẫn và nguyên liệu quốc tế.
Công trình kiến trúc thương mại www.bea.gov	Đầu tư vào công trình kiến trúc thương mại là một chỉ báo về dự báo của các doanh nghiệp về cầu đối với sản phẩm của họ trong tương lai gần. Đây là một trong những chuỗi số liệu được sưu tập bởi Cục Phân tích thống kê như một phần của chuỗi số liệu GDP.

12.7 Phân tích ngành

Phân tích ngành có vai trò quan trọng với cùng những lý do như phân tích kinh tế vĩ mô: một ngành khó mà hoạt động tốt khi nền kinh tế vĩ mô đang ảm yếu; tương tự như vậy, doanh nghiệp trong một ngành đang gặp rắc rối thì thường cũng không hoạt động tốt được. Tương tự, cũng giống như ta đã thấy kết quả kinh tế mỗi nước mỗi khác, kết quả hoạt động cũng có thể rất khác nhau giữa các ngành. Hình 12.7 minh họa sự phân hóa kết quả hoạt động của ngành. Hình này trình bày suất sinh lợi trên vốn sở hữu (ROE) cho một số nhóm ngành chính. ROE đi từ 10,2 phần trăm đối với ngành điện lực cho tới 36,8 phần trăm đối với ngành thuốc lá.

Hình 12.7 Suất sinh lợi từ vốn sở hữu năm 2008

Nguồn: Yahoo! Finance (finance.yahoo.com), 17-11-2008. Trình bày lại với sự cho phép của Yahoo! Inc. © 2008 by Yahoo! Inc. Yahoo! và logo Yahoo! là nhãn hiệu thương mại của Yahoo! Inc.

Hình 12.8 Kết quả cổ phiếu ngành thể hiện qua suất sinh lợi của các quỹ giao dịch chỉ số iShares của Dow Jones, tháng 1 đến 11-2008

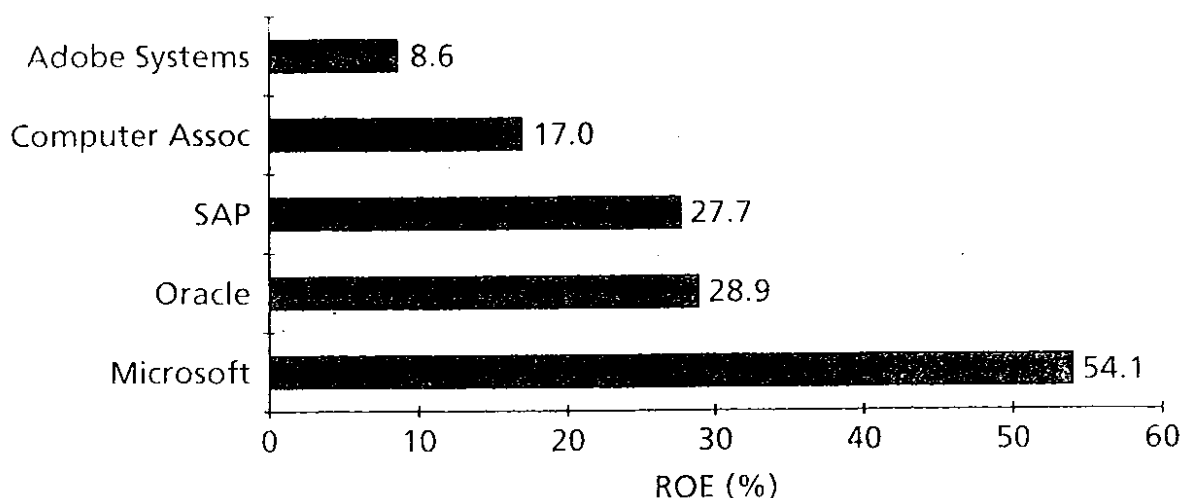
Ứng với sự biến thiên mạnh về lợi nhuận như vậy, chẳng lạ gì các nhóm ngành thể hiện sự phân hóa đáng kể về kết quả giá cổ phiếu. Hình 12.8 trình bày kết quả thị trường cổ phiếu của quỹ iShares theo ngành năm 2008. Trong khi đây là một năm thảm hại đối với gần như toàn bộ nền

kinh tế, thế nhưng chênh lệch kết quả của các ngành lại khá đáng kể, từ suất sinh lợi 22,4 phần trăm đối với ngành rượu bia cho đến thua lỗ 76,3 phần trăm trong ngành ô tô. Nên nhớ rằng iShares là các quỹ giao dịch chỉ số (xem Chương 4), được giao dịch hết như cổ phiếu và vì thế cho phép ngay cả những nhà đầu tư nhỏ cũng có thể giữ một vị thế đầu tư vào từng ngành giao dịch. Vì thế, phạm vi kết quả hoạt động này gần như có sẵn đối với gần như mọi nhà đầu tư năm 2008. Như một sự lựa chọn, người ta cũng có thể đầu tư vào các quỹ hồ tương chuyên ngành.

Định nghĩa ngành

Tuy ta biết mình ngụ ý gì khi nói tới một ngành, nhưng trong thực hành nhiều khi khó mà vạch ra một đường kẻ rạch ròi giữa ngành này với ngành khác. Ví dụ, ta hãy xem một trong những ngành đã được mô tả trong Hình 12.7, các công ty phần mềm ứng dụng. Ngay cả trong phạm vi ngành này cũng có sự biến thiên mạnh theo trọng tâm và dòng sản phẩm. Sự khác biệt đó có thể dẫn đến sự phân hóa đáng kể về kết quả tài chính. Hình 12.9 trình bày ROE của một mẫu các công ty trong ngành này, và kết quả hoạt động quả thật rất khác biệt nhau: từ 8,6 phần trăm của Adobe cho đến 54,1 phần trăm với Microsoft.

Hình 12.9 ROE của các công ty phần mềm ứng dụng, 2008



Nguồn: Yahoo! Finance (finance.yahoo.com), 17-11-2008. Trình bày lại với sự cho phép của Yahoo! Inc. © 2008 by Yahoo! Inc. Yahoo! và logo Yahoo! là nhãn hiệu thương mại của Yahoo! Inc.

Trong thực hành, Hệ thống phân loại ngành Bắc Mỹ, hay còn gọi là **mã NAICS**, mang lại cho ta một cách thức hữu ích để định nghĩa các nhóm ngành.² Đây là những mã số được ấn định để phân loại các công ty vì mục đích phân tích thống kê. Hai chữ số đầu tiên trong mã NAICS là ký hiệu phân loại ngành hết sức tổng quát. Ví dụ, Bảng 12.5 cho thấy mã số của tất cả các công ty xây dựng đều bắt đầu bằng số 23. Chữ số kế tiếp xác định nhóm ngành thu hẹp hơn. Ví dụ, những mã số bắt đầu bằng 236 là ngành xây dựng *công trình*. 2361 là xây dựng công trình *dân cư*, và 23615 là xây dựng nhà của *một hộ gia đình*. Những công ty có cùng bốn chữ số đầu tiên như nhau trong mã NAICS thường được xem là cùng ngành.

² Mã này được sử dụng cho những công ty hoạt động trong khu vực Hiệp định mục đích tự do Bắc Mỹ (NAFTA), bao gồm Hoa Kỳ, Mexico, và Canada. Mã NAICS thay thế cho mã Phân loại ngành tiêu chuẩn (Standard Industry Classification, SIC) từng được sử dụng trước đây ở Hoa Kỳ.

Mã NAICS là hệ thống phân loại các công ty vào các nhóm ngành, sử dụng mã bằng số để xác định các ngành.

Bảng 12.5 Ví dụ về mã ngành NAICS

23	Xây dựng
236	Xây dựng công trình
2361	Xây dựng công trình dân cư
23611	Xây dựng công trình dân cư
236115	Xây dựng nhà mới một hộ gia đình
236116	Xây dựng nhà mới nhiều hộ gia đình
236117	Xây dựng vận hành nhà mới
236118	Tân trang sửa chữa nhà dân cư
2362	Xây dựng công trình phi dân cư
23621	Xây dựng công trình công nghiệp
236210	Xây dựng công trình công nghiệp
23622	Xây dựng công trình thương mại và tổ chức
236220	Xây dựng công trình thương mại và tổ chức

Việc phân loại ngành không bao giờ hoàn hảo. Ví dụ, cả hai công ty J. C. Penny và Neiman Marcus đều có thể được phân loại là các cửa hàng bách hóa. Thế nhưng J. C. Penny là một cửa hàng ‘giá trị’ số lượng lớn, trong khi Neiman là một nhà bán lẻ cao cấp biên lợi nhuận cao. Liệu hai công ty này có thật sự cùng ngành hay không? Tuy vậy, cách phân loại này giúp ích nhiều trong phân tích ngành vì nó mang lại phương tiện để tập trung vào những nhóm công ty được định nghĩa rất tổng quát hay hạn hẹp.

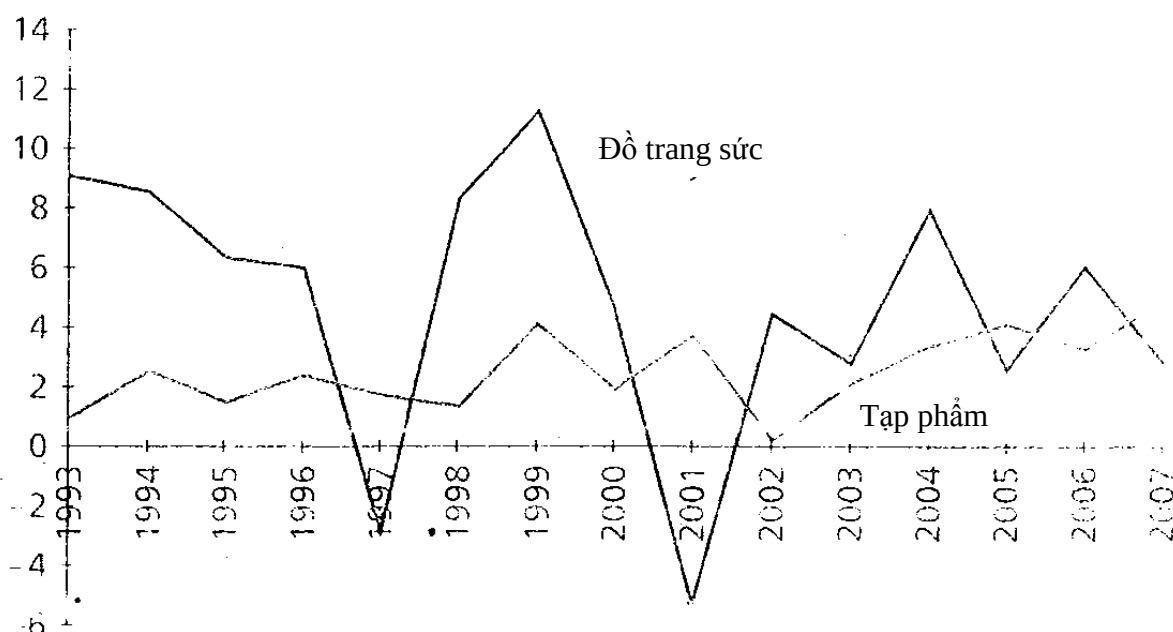
Một vài hệ thống phân loại ngành khác cũng được xây dựng bởi một số nhà phân tích khác. Standard & Poor’s báo cáo kết quả hoạt động của khoảng 100 nhóm ngành. S&P tính chỉ số giá cổ phiếu cho từng nhóm; điều này hữu ích trong việc đánh giá kết quả đầu tư quá khứ. Khảo sát điều tra *Value Line Investment Survey* cũng báo cáo tình hình và triển vọng của khoảng 1700 công ty, được phân loại thành khoảng 90 ngành. Các nhà phân tích của Value Line cũng xây dựng các dự báo về kết quả của các nhóm ngành cũng như của từng công ty.

Độ nhạy với chu kỳ kinh tế

Một khi nhà phân tích đã dự báo trạng thái của nền kinh tế vĩ mô, điều cần thiết là phải xác định ý nghĩa của dự báo đó đối với các ngành cụ thể. Không phải mọi ngành đều nhạy cảm như nhau trước chu kỳ kinh tế. Ví dụ, Hình 12.10 biểu thị sự thay đổi doanh số bán lẻ (qua từng năm) trong hai ngành: đồ trang sức và tạp phẩm. Rõ ràng, doanh số đồ trang sức, vốn là một mặt hàng xa xỉ, biến động nhiều hơn so với hàng tạp phẩm. Tình trạng giảm sút doanh số đồ trang sức vào năm 2001 khi nền kinh tế đang suy thoái biểu hiện thật rõ rệt. Trái lại, tăng trưởng doanh số trong ngành tạp phẩm tương đối ổn định, không có năm nào doanh số giảm sút. Những diễn biến này phản ánh sự kiện là đồ trang sức là một hàng hóa tùy thích, trong khi hầu hết các mặt hàng tạp phẩm đều là nhu yếu phẩm mà cầu sẽ không giảm mạnh ngay cả trong những thời kỳ khó khăn.

Hình 12.10 Tính chu kỳ của ngành: Tăng trưởng doanh số qua từng năm trong hai ngành

Tăng trưởng
doanh số hàng năm (%)



Có ba yếu tố xác định độ nhạy của thu nhập doanh nghiệp với chu kỳ kinh tế. Thứ nhất là độ nhạy của doanh số. Những mặt hàng thiết yếu ít nhạy cảm trước tình hình kinh tế. Ví dụ về những ngành trong nhóm này là lương thực thực phẩm, thuốc men, và dịch vụ y tế. Những ngành khác có độ nhạy thấp là những ngành mà thu nhập không phải là yếu tố chính quyết định cầu. Các sản phẩm thuốc lá là những ví dụ thuộc loại này. Một ngành khác trong nhóm này là điện ảnh, vì người tiêu dùng có xu hướng thay thế điện ảnh cho những nguồn giải trí đắt đỏ hơn khi mức thu nhập thấp đi. Trái lại, các công ty trong những ngành như công cụ máy móc, sắt thép, ô tô, và vận tải rất nhạy cảm trước trạng thái của nền kinh tế.

Yếu tố thứ hai xác định độ nhạy với chu kỳ kinh tế là đòn bẩy hoạt động, liên quan đến sự phân chia giữa định phí và biến phí. (Định phí là chi phí mà công ty phát sinh bất kể mức sản lượng là bao nhiêu. Biến phí là những chi phí tăng hay giảm khi công ty sản xuất nhiều hay ít sản phẩm hơn.) Những công ty có biến phí cao so với định phí sẽ đỡ nhạy cảm hơn trước tình hình kinh tế. Điều này là vì, trong thời kỳ suy thoái, những công ty này có thể giảm chi phí khi sản lượng giảm nhằm đáp ứng trước tình trạng doanh số giảm. Lợi nhuận của những công ty có định phí cao sẽ biến động mạnh hơn theo doanh số vì chi phí không thể thay đổi để bù đắp cho biến thiên doanh thu. Những công ty có định phí cao được gọi là những công ty có đòn bẩy hoạt động cao, vì những dao động nhỏ của chu kỳ kinh tế có thể ảnh hưởng mạnh đến lợi nhuận.

Yếu tố thứ ba ảnh hưởng đến độ nhạy với chu kỳ kinh tế là đòn bẩy tài chính, nghĩa là việc sử dụng vốn vay. Việc thanh toán lãi vay phải được thực hiện bất kể doanh số là bao nhiêu. Đó cũng là những khoản chi phí cố định, cũng làm tăng độ nhạy của lợi nhuận trước tình hình kinh tế. Chúng ta sẽ thảo luận nhiều hơn về đòn bẩy tài chính trong Chương 14.

Các nhà đầu tư không phải khi nào cũng luôn thích những ngành ít nhạy cảm với chu kỳ kinh tế. Các công ty trong những ngành nhạy cảm sẽ có cổ phiếu có beta cao và rủi ro hơn. Bởi vì mặc dù những biến động xuống thấp hơn khi nền kinh tế đi xuống thì chúng cũng biến động lên cao

hơn khi nền kinh tế đi lên. Lúc nào cũng vậy, vấn đề bạn cần giải quyết là liệu suất sinh lợi kỳ vọng từ đầu tư có đền bù thỏa đáng cho những rủi ro chấp nhận hay không.

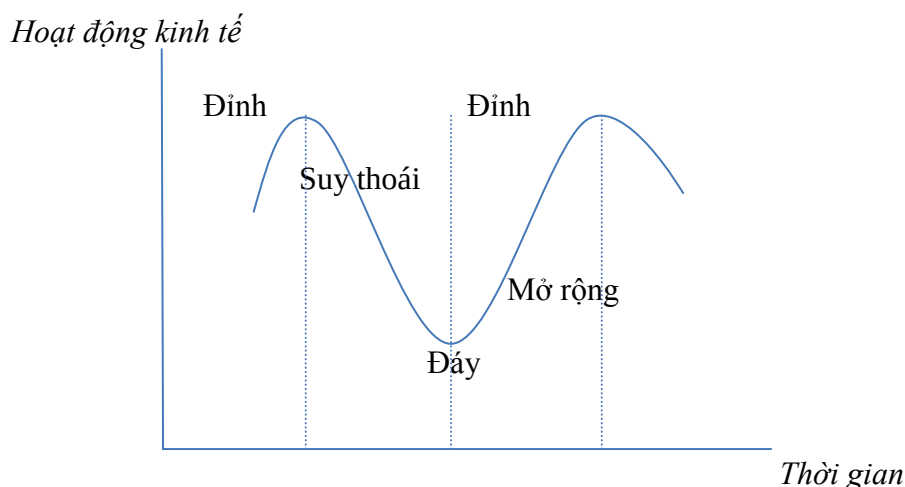
Xoay vòng theo ngành

Một cách suy nghĩ của nhiều nhà phân tích về mối quan hệ giữa phân tích ngành và chu kỳ kinh tế là khái niệm xoay vòng theo ngành. Ý tưởng ở đây là thay đổi danh mục thiên về những ngành hay nhóm ngành dự kiến có kết quả tốt hơn dựa vào đánh giá trạng thái của chu kỳ kinh tế.

Xoay vòng theo ngành là chiến lược đầu tư dẫn đến sự chuyển đổi thành phần danh mục vào những nhóm ngành dự kiến có kết quả tốt hơn các ngành khác dựa trên dự báo kinh tế vĩ mô.

Hình 12.11 mô tả cách điệu một chu kỳ kinh tế. Gần đỉnh của chu kỳ kinh tế, nền kinh tế có thể quá nóng với lạm phát và lãi suất cao cũng như áp lực giá đối với những hàng hóa cơ bản. Đây có thể là thời điểm tốt để đầu tư vào những công ty tham gia vào việc khai thác tài nguyên thiên nhiên và chế biến như khoáng sản hay dầu khí.

Hình 12.11 Mô tả cách điệu chu kỳ kinh tế



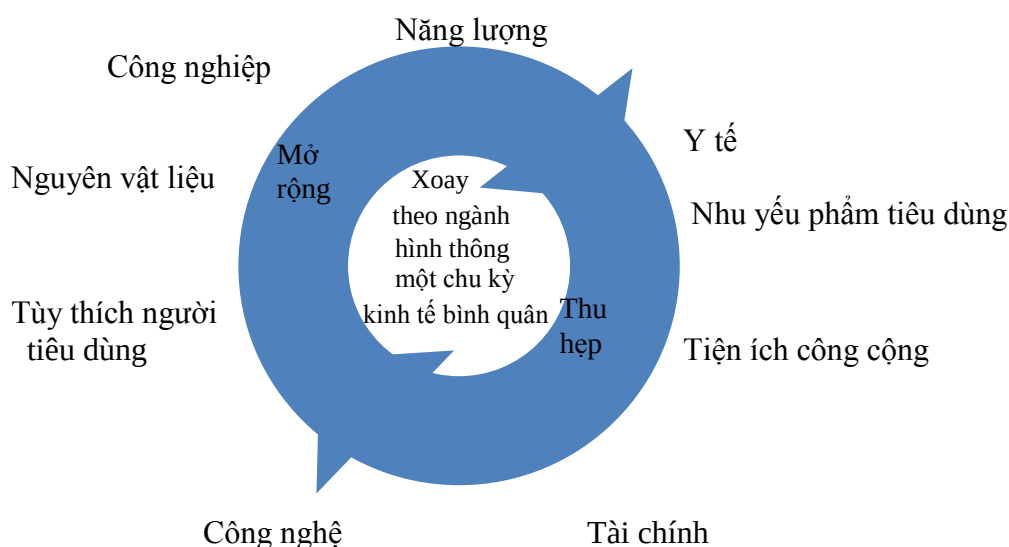
Tiếp theo một đỉnh điểm, khi nền kinh tế bước vào thời kỳ suy thoái hay thu hẹp hoạt động, ta sẽ dự kiến những ngành phòng thủ, vốn đỡ nhạy cảm hơn với tình hình kinh tế, ví dụ như dược phẩm, lương thực thực phẩm và các nhu yếu phẩm khác, sẽ có kết quả hoạt động tốt nhất. Giữa thời kỳ thu hẹp hoạt động, các công ty tài chính sẽ bị tổn thương bởi khối lượng cho vay thu hẹp và tỷ lệ vỡ nợ cao. Tuy nhiên, đến cuối thời kỳ suy thoái, việc thu hẹp hoạt động này dẫn đến lạm phát và lãi suất thấp hơn, thuận lợi cho các công ty tài chính.

Ở đáy của thời kỳ suy thoái, nền kinh tế sẵn sàng cho sự phục hồi và mở rộng tiếp theo sau. Vì thế, các công ty có thể chi tiêu để mua sắm thiết bị mới nhằm đáp ứng sự gia tăng cầu dự đoán. Sau đó sẽ là thời kỳ tốt đẹp để đầu tư vào các ngành hàng hóa đầu tư, như thiết bị, giao thông vận tải, và xây dựng.

Cuối cùng, trong thời kỳ mở rộng, nền kinh tế tăng trưởng nhanh chóng. Các ngành theo chu kỳ như hàng tiêu dùng lâu bền và xa xỉ phẩm sẽ có lợi nhuận nhiều nhất trong giai đoạn này của chu kỳ. Các ngân hàng cũng có thể làm ăn khá trong thời kỳ mở rộng, vì khối lượng cho vay sẽ cao và sự nguy cơ rủi ro vỡ nợ thấp khi nền kinh tế đang tăng trưởng nhanh chóng.

Hình 12.12 minh họa sự xoay vòng theo ngành. Khi các nhà đầu tư tương đối bi quan về nền kinh tế, họ sẽ chuyển sang những ngành không theo chu kỳ như các mặt hàng tiêu dùng thiết yếu và chăm sóc y tế. Khi dự đoán sự mở rộng kinh tế, họ sẽ thích những ngành theo chu kỳ hơn như nguyên vật liệu và công nghệ.

Hình 12.12 Xoay vòng theo ngành



Một lần nữa, chúng ta nhấn mạnh rằng sự xoay vòng theo ngành, cũng như bất kỳ hình thức chọn thời điểm thị trường nào, chỉ thành công nếu chúng ta dự đoán về giai đoạn kế tiếp của chu kỳ kinh tế tốt hơn so với các nhà đầu tư khác. Chu kỳ kinh tế mô tả trong Hình 12.11 có tính chất hết sức cách điệu. Trong đời sống thực tế, người ta không bao giờ nhìn thấy rõ ràng một giai đoạn của chu kỳ sẽ kéo dài bao lâu, hay nó đi đến cùng cực ở mức độ nào. Những dự báo này chính là nơi các nhà phân tích cần để kiếm sống.

Kiểm tra khái niệm 12.4

Bạn dự kiến trong giai đoạn nào của chu kỳ kinh tế thì những ngành sau đây sẽ đạt được kết quả hoạt động tốt nhất?

- (a) Báo chí (b) Công cụ máy móc (c) Nước giải khát (d) Gỗ súc.

Vòng đời của ngành

Hãy xem xét ngành công nghệ sinh học và bạn sẽ tìm thấy nhiều công ty có tỷ lệ đầu tư cao, suất sinh lợi từ đầu tư cao, và cổ tức rất thấp tính theo tỷ lệ phần trăm lợi nhuận. Xem xét tương tự cho ngành điện lực công cộng và bạn sẽ thấy suất sinh lợi thấp, tỷ lệ đầu tư thấp và tỷ lệ chi trả cổ tức cao. Tại sao lại như thế?

Ngành công nghệ sinh học vẫn còn mới. Những công nghệ mới có gần đây đã tạo ra cơ hội để đầu tư nguồn lực với lợi nhuận cao. Các sản phẩm mới được bảo vệ bằng bằng phát minh, và biên lợi nhuận rất cao. Với những cơ hội đầu tư béo bở như vậy, các công ty nhận thấy việc tái đầu tư toàn bộ lợi nhuận vào doanh nghiệp là có lợi. Các công ty này bình quân tăng trưởng nhanh.

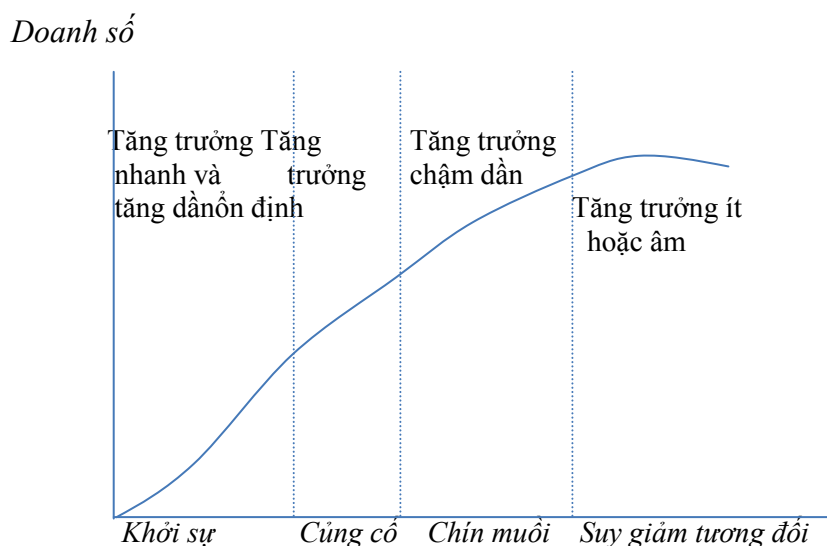
Tuy nhiên, cuối cùng sự tăng trưởng phải chậm lại. Tỷ lệ lợi nhuận cao sẽ thu hút các công ty mới tham gia thị trường. Cạnh tranh gia tăng sẽ ép giá và biên lợi nhuận xuống. Các công nghệ mới đã được thử thách và có thể dự đoán được nhiều hơn, mức độ rủi ro giảm, và việc tham gia thị trường trở nên dễ dàng hơn. Cơ hội đầu tư nội bộ trở nên kém hấp dẫn hơn, phần lợi nhuận ít hơn sẽ được tái đầu tư vào công ty. Cổ tức tiền mặt gia tăng.

Cuối cùng, trong một ngành chín muồi, ta quan sát thấy những ‘con bò sữa’, là những công ty có ngân lưu và cổ tức ổn định, và ít rủi ro. Tỷ lệ tăng trưởng của những công ty này có thể tương tự như của nền kinh tế nói chung. Những ngành ở vào giai đoạn ban đầu trong vòng đời thường mang lại những cơ hội đầu tư rủi ro cao và sinh lợi tiềm năng cao. Những ngành chín muồi mang lại sự kết hợp rủi ro thấp và sinh lợi thấp.

Phân tích này cho thấy rằng một **vòng đời của ngành** điển hình có thể được mô tả qua bốn giai đoạn: giai đoạn khởi sự với đặc điểm là tăng trưởng cực kỳ nhanh chóng; giai đoạn củng cố với đặc điểm là tăng trưởng kém nhanh chóng hơn nhưng vẫn còn nhanh hơn nền kinh tế chung; giai đoạn chín muồi với đặc điểm là tăng trưởng không nhanh hơn nền kinh tế chung; và giai đoạn giảm sút tương đối, trong đó tăng trưởng của ngành kém nhanh hơn phần còn lại của nền kinh tế, hay thực sự giảm sút. Vòng đời của ngành này được minh họa trong Hình 12.13. Ta hãy giải thích chi tiết hơn về từng giai đoạn này.

Giai đoạn khởi sự. Đặc điểm của các giai đoạn đầu của ngành thường là một công nghệ mới hay sản phẩm mới, như đầu máy video hay máy tính cá nhân vào thập niên 80, điện thoại di động vào thập niên 90, hay thế hệ điện thoại thông minh (smart phone) mới đang được giới thiệu hiện nay. Trong giai đoạn này, thật khó mà dự đoán công ty nào sẽ nổi lên như những đơn vị đầu ngành. Một số công ty hóa ra sẽ thành công mãnh liệt, những công ty khác thất bại ê chề. Do đó, có rủi ro đáng kể trong việc chọn một công ty cụ thể trong ngành. Ví dụ, trong ngành điện thoại thông minh, vẫn đang diễn ra cuộc chiến giữa các công nghệ cạnh tranh nhau như điện thoại G1 của Google và iPhone của Apple, và người ta vẫn khó mà dự đoán công ty nào hay công nghệ nào cuối cùng sẽ chi phối thị trường.

Hình 12.3 Vòng đời của ngành



Tuy nhiên, ở cấp độ ngành, doanh số và thu nhập sẽ tăng trưởng với tốc độ cực kỳ nhanh chóng vì sản phẩm mới chưa bão hòa trên thị trường. Ví dụ, vào thập niên 90, rất ít hộ gia đình có điện thoại di động. Do đó, thị trường tiềm năng của sản phẩm rất to lớn. Trái với tình hình này, ta hãy xem thị trường một sản phẩm chín muồi như tủ lạnh. Ở nước Mỹ, hầu như nhà nào cũng có tủ lạnh, vì thế thị trường mặt hàng này chủ yếu bao gồm những hộ gia đình thay thế tủ lạnh cũ. Hiển nhiên, tỷ lệ tăng trưởng trên thị trường này trong thập niên kế tiếp sẽ thấp hơn nhiều so với điện thoại thông minh.

Giai đoạn củng cố. Sau khi một sản phẩm đã được thiết lập, các đơn vị dẫn đầu ngành bắt đầu nổi lên. Những công ty sống sót từ giai đoạn khởi sự sẽ ổn định hơn, và thị phần dễ dàng dự đoán hơn. Do đó, kết quả của các công ty tồn tại sẽ theo sát hơn với kết quả của toàn ngành nói chung. Ngành vẫn tăng trưởng nhanh hơn phần còn lại của nền kinh tế khi sản phẩm thâm nhập thương trường và trở nên được sử dụng phổ biến hơn.

Giai đoạn chín muồi. Ở điểm này, sản phẩm đã đạt đến tiềm năng sử dụng của người tiêu dùng. Sự tăng trưởng tiếp theo chỉ theo sát sự tăng trưởng của nền kinh tế chung. Sản phẩm đã trở nên chuẩn hóa hơn nhiều, và các nhà sản xuất buộc phải cạnh tranh với mức độ nhiều hơn trên cơ sở giá cả. Điều này dẫn đến biên lợi nhuận thu hẹp hơn và gây sức ép hơn nữa lên lợi nhuận. Các công ty trong giai đoạn này đôi khi có đặc điểm như những ‘con bò sữa’, với ngân lưu ổn định hợp lý nhưng mang lại ít cơ hội mở rộng lợi nhuận. Ngân lưu giống như ‘sữa được vắt ra’ từ công ty chứ không còn tái đầu tư vào công ty nữa.

Chúng ta đã nêu lên đầu máy video như một ngành khởi sự vào thập niên 80. Đến giữa thập niên 90, ngành này đã trở nên chín muồi, với độ thâm nhập thị trường cao, cạnh tranh giá đáng kể, biên lợi nhuận thấp, và doanh số chậm dần. Vào cuối thập niên 90, doanh số đầu máy video đã nhường chỗ cho đầu máy DVD, vốn đang trong giai đoạn khởi sự. Đến ngày nay, người ta có thể đánh giá đầu máy DVD là đã bước vào giai đoạn chín muồi, với sự chuẩn hóa, cạnh tranh giá, và thâm nhập thị trường đáng kể.

Giảm sút tương đối. Trong giai đoạn này, ngành có thể tăng trưởng chậm hơn tỷ lệ tăng trưởng của nền kinh tế chung, hay thậm chí còn giảm sút. Điều này có thể là do sự lỗi thời của sản phẩm, cạnh tranh từ các sản phẩm mới, hay cạnh tranh từ các nhà cung ứng mới có chi phí thấp, như minh họa qua sự thay thế dần dần đầu máy video bằng đầu DVD.

Ở giai đoạn nào trong vòng đời của ngành thì việc đầu tư vào ngành là hấp dẫn hơn cả? Nhận thức phổ biến cho rằng các nhà đầu tư nên tìm kiếm các công ty trong những ngành tăng trưởng cao. Tuy nhiên, thực đơn để thành công này xem ra đơn giản quá. Nếu giả chúng khoán đã phản ánh khả năng tăng trưởng cao, thì việc kiếm tiền từ nhận thức đó xem ra đã quá muộn. Hơn nữa, tăng trưởng cao và lợi nhuận béo bở khuyến khích cạnh tranh từ các nhà sản xuất khác. Việc khai thác các cơ hội lợi nhuận dẫn đến những nguồn cung mới mà cuối cùng làm giảm giá, giảm lợi nhuận và suất sinh lợi đầu tư, và cuối cùng làm giảm tăng trưởng. Đây là động học ẩn chứa đằng sau sự tiến bộ từ giai đoạn này sang giai đoạn tiếp theo trong vòng đời của ngành. Nhà quản lý danh mục đầu tư nổi tiếng Peter Lynch đã đưa ra nhận định này trong *One Up on Wall Street*. Ông nói:

Nhiều người thích đầu tư vào một ngành tăng trưởng cao, nơi đầy âm thanh và cuồng nộ. Nhưng không phải tôi. Tôi thích đầu tư vào một ngành tăng trưởng thấp... Trong một ngành tăng trưởng thấp, nhất là những ngành tẻ nhạt và làm buồn lòng người [như nhà tang lễ hay công việc thu hồi thùng chứa dầu] không có vấn đề cạnh tranh. Bạn không phải che chắn cạnh sườn trước các đối thủ cạnh tranh ... và điều này giúp công ty rộng đường tăng trưởng. [trang 131]

Trên thực tế, Lynch sử dụng một hệ thống phân loại ngành theo một tinh thần hết sức tương tự với cách tiếp cận vòng đời mà ta vừa mô tả. Ông chia các công ty thành 6 nhóm:

1. *Những công ty tăng trưởng chậm*: Là những công ty lớn và đang già đi mà sẽ chỉ tăng trưởng hơi nhanh hơn nền kinh tế chung. Các công ty này đã chín muồi từ giai đoạn tăng trưởng nhanh trước đây. Họ thường có ngân lưu đều và chi trả cổ tức rộng rãi, cho thấy rằng công ty đang tạo ra tiền mặt nhiều hơn so với mức có thể tái đầu tư có lợi vào công ty.
2. *Những công ty mạnh*: Là những công ty lớn, nổi tiếng như Coca Cola hay Colgate Palmolive. Họ tăng trưởng nhanh hơn những công ty tăng trưởng chậm trên đây nhưng không còn ở vào giai đoạn khởi sự tăng trưởng rất nhanh nữa. Họ cũng có xu hướng thuộc về những ngành không theo chu kỳ, tương đối không bị ảnh hưởng bởi các cuộc suy thoái kinh tế.
3. *Những công ty tăng trưởng nhanh*: Là những công ty nhỏ, mới và năng động với tỷ lệ tăng trưởng hàng năm trong khoảng từ 20 đến 25 phần trăm. Tăng trưởng của công ty có thể do tăng trưởng chung của ngành hay do sự gia tăng thị phần trong một ngành chín muồi hơn.
4. *Những công ty theo chu kỳ*: Đây là những công ty có doanh số và lợi nhuận mở rộng và thu hẹp theo chu kỳ kinh tế; ví dụ như các công ty ô tô, các công ty thép, hay ngành xây dựng.
5. *Những công ty xoay chuyển tình thế*: Đây là những công ty đang phá sản hay chẳng mấy chốc có thể sẽ phá sản. Nếu họ có thể phục hồi từ tình trạng tương chừng như là một thảm họa to lớn, họ có thể mang lại những suất sinh lợi đầu tư khổng lồ. Một ví dụ điển hình thuộc loại này là Chrysler vào năm 1982, khi công ty này cần đến sự bảo lãnh nợ từ chính phủ để tránh phá sản. Giá cổ phiếu công ty tăng gấp 15 lần trong năm năm sau.
6. *Những công ty tài sản*: Đây là những công ty có những tài sản đáng giá mà hiện không được phản ánh qua mức giá cổ phiếu. Ví dụ, công ty có thể sở hữu hay tọa lạc trên một khu đất đáng giá với trị giá cao hơn nhiều lần so với hoạt động kinh doanh của công ty. Đôi khi, tài sản ẩn giấu có thể là giá trị chuyển lỗ thuế. Trong những trường hợp khác, tài sản có thể là tài sản vô hình. Ví dụ, một công ty cáp có thể có danh sách các thuê bao cáp. Những tài sản này không tạo ra ngân lưu ngay lập tức và vì thế có thể dễ dàng bị bỏ qua bởi những nhà phân tích khác đang cố gắng đánh giá công ty.

Cơ cấu ngành và kết quả hoạt động

Sự chín muồi của một ngành liên quan đến những thay đổi thường xuyên trong môi trường cạnh tranh của doanh nghiệp. Như một chủ đề cuối cùng, chúng ta sẽ xem xét mối quan hệ giữa cơ cấu ngành, chiến lược cạnh tranh và lợi nhuận. Michael Porter (1980, 1985) đã làm rõ năm yếu tố xác định sự cạnh tranh: mối đe dọa tham gia thị trường từ những đối thủ cạnh tranh mới, tính kinh địch giữa các đối thủ cạnh tranh hiện hữu, áp lực giá từ các sản phẩm thay thế, thể lực đàm phán từ khách hàng, và thể lực đàm phán từ nhà cung ứng.

Mối đe dọa tham gia thị trường. Những công ty mới tham gia vào ngành gây sức ép lên giá cả và lợi nhuận. Ngay cả nếu một công ty chưa bước vào ngành, tiềm năng tham gia của công ty cũng gây sức ép lên giá cả vì giá cao và biên lợi nhuận cao sẽ khuyến khích sự tham gia ngành của các đối thủ cạnh tranh mới. Do đó, các hàng rào ngăn cản sự gia nhập ngành có thể là một yếu tố then chốt quyết định lợi nhuận của ngành. Hàng rào có thể có nhiều hình thức. Ví dụ, các doanh nghiệp hiện hữu có thể đã có các kênh phân phối bảo đảm cho các sản phẩm của họ dựa vào những mối quan hệ lâu dài với khách hàng hay nhà cung ứng mà một công ty mới tham gia

ngành phải tồn kém mới có thể thiết lập được. Sự trung thành với thương hiệu cũng có thể làm cho các công ty mới khó thâm nhập thị trường và mang lại cho các công ty sự định giá tùy ý hơn. Tri thức riêng hay sự bảo hộ bằng phát minh cũng có thể mang lại cho các công ty lợi thế trong việc phục vụ thị trường. Cuối cùng, kinh nghiệm của công ty hiện hữu trên thị trường có thể mang lại cho công ty lợi thế chi phí hơn nhờ vào quá trình nhận thức học hỏi diễn ra theo thời gian.

Tính kinh địch giữa các đối thủ cạnh tranh hiện hữu. Khi có một vài đối thủ cạnh tranh trong ngành, nói chung sẽ có sự cạnh tranh về giá và biên lợi nhuận thấp hơn khi các đối thủ tìm cách mở rộng thị phần. Sự tăng trưởng chậm của ngành góp phần vào sự cạnh tranh này vì sự mở rộng của công ty phải đạt được bằng sự tổn thất thị phần của một đối thủ cạnh tranh khác. Định phí cao cũng tạo ra áp lực làm giảm giá vì định phí gây sức ép mạnh hơn buộc các công ty phải hoạt động ở mức gần hết công suất. Những ngành sản xuất ra những sản phẩm tương đối đồng nhất cũng chịu sức ép về giá nhiều hơn vì các công ty không thể cạnh tranh trên cơ sở khác biệt sản phẩm.

Áp lực từ các sản phẩm thay thế. Các sản phẩm thay thế có nghĩa là ngành đứng trước sự cạnh tranh từ những công ty trong các ngành có liên quan. Ví dụ, các nhà sản xuất đường cạnh tranh với các nhà sản xuất si rô bắp ngô. Các nhà sản xuất len cạnh tranh với các nhà sản xuất sợi tổng hợp. Sự sẵn có các sản phẩm thay thế làm hạn chế mức giá có thể thu được từ người tiêu dùng.

Thế lực đàm phán của khách hàng. Nếu khách hàng mua một tỷ phần lớn sản lượng của ngành, khách hàng đó sẽ có thế lực đàm phán mạnh và có thể đòi hỏi sự nhượng bộ giá. Ví dụ, các nhà sản xuất ô tô có thể gây sức ép với các nhà cung ứng phụ tùng linh kiện ô tô. Điều này làm giảm lợi nhuận của ngành phụ tùng ô tô.

Thế lực đàm phán của nhà cung ứng. Nếu nhà cung ứng một yếu tố đầu vào then chốt có sự kiểm soát độc quyền đối với sản phẩm, nhà cung ứng có thể đòi hỏi mức giá cao hơn cho yếu tố đầu vào đó và o ép lợi nhuận của ngành. Một trường hợp đặc biệt của vấn đề này liên quan đến lực lượng lao động có tổ chức như một nguồn cung ứng đầu vào chính cho quá trình sản xuất. Các liên đoàn lao động tham gia vào việc thương lượng tập thể để tăng mức lương trả cho người lao động. Khi thị trường lao động được tổ chức thành liên đoàn, một tỷ trọng đáng kể lợi nhuận tiềm năng trong ngành có thể được thu tóm bởi lực lượng lao động.

Yếu tố then chốt xác định thế lực đàm phán của các nhà cung ứng là tính sẵn có các sản phẩm thay thế. Nếu thị trường có sẵn các sản phẩm thay thế, nhà cung ứng không còn quyền lực và không thể đòi hỏi mức giá cao.

Tóm tắt

- Chính sách kinh tế vĩ mô nhằm mục đích duy trì nền kinh tế ở mức gần như toàn dụng lao động mà không làm trầm trọng hơn áp lực lạm phát. Sự đánh đổi thỏa đáng giữa hai mục tiêu này là nguồn gốc của cuộc tranh luận vẫn đang tiếp diễn.
- Các công cụ truyền thống của chính sách vĩ mô là chi tiêu ngân sách và thu thuế, tạo thành chính sách tài khóa, và điều khiển cung tiền thông qua chính sách tiền tệ. Chính sách tài khóa mở rộng có thể kích thích nền kinh tế và làm tăng GDP nhưng có xu hướng làm tăng lãi suất. Chính sách tiền tệ mở rộng vận hành thông qua hạ lãi suất.
- Chu kỳ kinh tế là diễn tiến mở rộng và suy thoái kinh tế lặp đi lặp lại. Ta có thể sử dụng các chỉ báo kinh tế đi trước để dự đoán sự tiến hóa của chu kỳ kinh tế vì giá trị của các chỉ báo này có xu hướng thay đổi trước giá trị của các biến số kinh tế then chốt khác.

- Các ngành khác nhau có độ nhạy với chu kỳ kinh tế khác nhau. Những ngành nhạy cảm hơn có xu hướng là những ngành sản xuất ra các hàng hóa lâu bền giá cao mà người tiêu dùng có sự tùy ý đáng kể trong việc chọn thời điểm mua hàng; ví dụ như ô tô hay hàng tiêu dùng lâu bền. Những ngành nhạy cảm khác là những ngành sản xuất ra thiết bị đầu tư cho các công nghiệp. Đòn bẩy hoạt động và đòn bẩy tài chính làm tăng độ nhạy với chu kỳ kinh tế.

Các thuật ngữ then chốt

Budget deficit	Thâm hụt ngân sách
Business cycles	Chu kỳ kinh tế
Cyclical industries	Các ngành theo chu kỳ
Defensive industries	Các ngành phòng thủ
Demand shock	Cú sốc cầu
Exchange rate	Tỷ giá hối đoái
Fiscal policy	Chính sách tài khóa
Fundamental analysis	Phân tích cơ bản
Gross domestic product	Tổng sản phẩm quốc nội
Industry life cycle	Vòng đời của ngành
Inflation	Lạm phát
Leading economic indicators	Các chỉ báo kinh tế đi trước
Monetary policy	Chính sách tiền tệ
Peak	Đỉnh
Sector rotation	Xoay vòng theo ngành
NAICS codes	Mã NAICS
Supply shock	Cú sốc cung
Trough	Đáy
Unemployment rate	Tỷ lệ thất nghiệp

Bài tập

Cơ bản

1. Những điểm khác nhau giữa cách tiếp cận từ dưới lên trên và cách tiếp cận từ trên xuống dưới để đánh giá chứng khoán là gì? Các ưu điểm của cách tiếp cận từ trên xuống dưới là gì?
2. Tại sao bằng trực giác ta cảm thấy có lý khi độ dốc của đường cong lợi suất được xem là một chỉ báo kinh tế đi trước?
3. Công ty nào trong những công ty sau đây sẽ được mô tả là có độ nhạy với trạng thái của nền kinh tế thấp hơn bình quân?
 - a. Một công ty tài sản
 - b. Một công ty theo chu kỳ
 - c. Một công ty phòng thủ
 - d. Một công ty mạnh
4. Giá dầu nhập khẩu giảm mạnh vào cuối năm 2008. Điều này sẽ được xem là thuộc loại cú sốc kinh tế vĩ mô gì?
5. Mỗi yếu tố sau đây ảnh hưởng như thế nào đến độ nhạy của lợi nhuận với chu kỳ kinh tế?
 - a. Đòn bẩy tài chính
 - b. Đòn bẩy hoạt động

6. Hiện giá của ngân lưu dự báo của một công ty là 15 triệu USD. Giá trị thanh lý công ty nếu công ty muốn bán các tài sản chính và các đơn vị trực thuộc một cách riêng biệt sẽ là 20 triệu USD. Đây là ví dụ về một công ty mà Peter Lynch gọi là:
 - a. Công ty mạnh
 - b. Công ty tăng trưởng chậm
 - c. Công ty xoay chuyển tình thế
 - d. Công ty tài sản.
7. Định nghĩa từng khái niệm sau đây trong bối cảnh chu kỳ kinh tế:
 - a. Đỉnh
 - b. Thu hẹp
 - c. Đáy
 - d. Mở rộng.
8. Thực tế điển hình về tỷ lệ chi trả cổ tức của một công ty đang trong giai đoạn ban đầu của vòng đời ngành là gì? Tại sao điều này có lý?
9. Nếu lãi suất danh nghĩa là 5 phần trăm và tỷ lệ lạm phát là 3 phần trăm, thì lãi suất thực bằng bao nhiêu?
10. Công ty Finance Corp có định phí bằng 7 triệu USD và lợi nhuận 4 triệu USD. Đòn bẩy hoạt động của công ty bằng bao nhiêu?

Trung cấp

11. Chọn một ngành và nhận diện những yếu tố ảnh hưởng đến kết quả hoạt động của ngành trong ba năm tới. Dự báo của bạn về kết quả hoạt động trong giai đoạn đó là như thế nào?
12. Những chính sách tiền tệ và chính sách tài khóa gì có thể được đề xuất cho một nền kinh tế đang suy thoái sâu sắc?
13. Nếu bạn tin rằng đồng USD sắp sửa mất giá mạnh hơn so với niềm tin của những nhà đầu tư khác, quan điểm của bạn về việc đầu tư vào các nhà sản xuất ô tô ở Mỹ là gì?
14. Không như các nhà đầu tư khác, bạn tin rằng Fed sắp sửa nới lỏng hết sức chính sách tiền tệ. Bạn tư vấn như thế nào về việc đầu tư vào các ngành sau đây:
 - a. Khai thác khoáng sản vàng
 - b. Xây dựng.
15. Hãy xem xét hai công ty đang sản xuất DVD. Một công ty sử dụng quá trình người máy hết sức tự động hóa, trong khi công ty kia sử dụng nguồn nhân lực người lao động làm việc trên các dây chuyền lắp ráp và trả lương làm thêm giờ khi nhu cầu sản lượng cao.
 - a. Công ty nào sẽ có lợi nhuận cao hơn trong thời kỳ suy thoái? Trong thời kỳ bùng phát kinh tế?
 - b. Cổ phiếu công ty nào có beta cao hơn?
16. Căn cứ theo các nhà kinh tế học về phía cung, việc giảm thuế suất thu nhập sẽ có tác động dài hạn như thế nào lên giá cả?
17. Đây là bốn ngành và bốn dự báo cho nền kinh tế vĩ mô. Chọn ngành nào bạn dự kiến là sẽ có kết quả hoạt động tốt nhất trong từng tình huống.

Ngành: Xây dựng công trình, y tế, khai thác khoáng sản vàng, sản xuất thép.

Các dự báo kinh tế:

Suy thoái sâu sắc: Lạm phát giảm, lãi suất giảm, GDP giảm.

Nền kinh tế tăng trưởng quá nóng: GDP tăng nhanh, lạm phát và lãi suất tăng.

Mở rộng lành mạnh: GDP tăng, lạm phát vừa phải, thất nghiệp thấp.

Đỉnh trệ: GDP giảm, lạm phát cao.
18. Đối với từng cặp công ty, chọn công ty mà bạn cho là sẽ nhạy cảm hơn với chu kỳ kinh tế.
 - a. Công ty ô tô General Autos và hãng dược General Pharmaceuticals.

- b. Hãng hàng không Friendly Airlines và hãng phim Happy Cinemas.
19. Theo bạn, các ngành sau đây đang ở vào giai đoạn nào trong vòng đời của ngành? (*Cảnh báo: Có thể có bất đồng đáng kể về câu trả lời ‘đúng’ cho câu hỏi này.*)
- Thiết bị giếng dầu.
 - Phần cứng máy tính.
 - Phần mềm máy tính.
 - Thiết kế công trình nói chung.
 - Đường sắt.
20. Theo bạn tại sao chỉ số kỳ vọng của người tiêu dùng là một chỉ báo đi trước bổ ích về nền kinh tế vĩ mô? (Xem Bảng 12.2)
21. Theo bạn tại sao sự thay đổi chỉ số chi phí lao động trên đơn vị sản lượng là một chỉ báo trễ bổ ích về nền kinh tế vĩ mô? (Xem Bảng 12.2)
22. Bạn có 5000 USD để đầu tư vào năm tới và đang cân nhắc 3 phương án:
- Một quỹ thị trường tiền tệ với thời hạn tài sản bình quân là 30 ngày và lợi suất hàng năm hiện nay là 3 phần trăm.
 - Tiền gửi tiết kiệm ngân hàng kỳ hạn một năm với lãi suất 4,5 phần trăm.
 - Trái phiếu Kho bạc Hoa Kỳ 20 năm với lợi suất đáo hạn là 6 phần trăm một năm.
- Dự báo của bạn về lãi suất tương lai đóng vai trò gì trong quyết định của bạn?
23. Công ty hóa chất General Weedkillers chi phối thị trường hóa chất diệt cỏ đại bằng một sản phẩm được cấp bằng phát minh gọi là Weed-ex. Tuy nhiên, bằng phát minh này sắp hết hạn. Bạn dự báo gì về những thay đổi trong ngành? Nói cụ thể ra, điều gì sẽ xảy ra cho giá cả trong ngành, doanh số, triển vọng lợi nhuận của công ty General Weedkillers, và triển vọng lợi nhuận của các đối thủ cạnh tranh của công ty? Theo bạn, giai đoạn nào trong vòng đời của ngành là phù hợp với phân tích về thị trường này?

Thử thách

24. Công ty Ocean Gate bán ổ cứng ngoài với giá 200 USD một ổ. Tổng định phí của công ty là 30 triệu USD và biến phí đơn vị là 140 USD. Thuế suất thu nhập doanh nghiệp là 30 phần trăm. Nếu nền kinh tế đang phồn thịnh, công ty sẽ bán được 2 triệu ổ đĩa, nhưng nếu nền kinh tế bị suy thoái, nhiều lắm công ty cũng chỉ bán được một nửa sản lượng đó. Đòn bẩy hoạt động của công ty là bao nhiêu? Nếu nền kinh tế bước vào suy thoái, lợi nhuận sau thuế của công ty là bao nhiêu?

Bài tập CFA

- Là một nhà phân tích chứng khoán, bạn được yêu cầu xem xét một bản đánh giá về công ty cổ phần khép kín (không giao dịch đại chúng) Wignam Autoparts Heaven Inc. (gọi tắt WAH); bản đánh giá này được lập bởi tập đoàn tư vấn Red Rocks Group (gọi tắt RRG). Bạn sẽ cho ý kiến về bản đánh giá và xác nhận ý kiến đó bằng việc phân tích từng phần của bản đánh giá. Hoạt động kinh doanh duy nhất của WAH là bán lẻ phụ tùng ô tô. Bản đánh giá của RRG bao gồm một phần gọi là ‘Phân tích ngành phụ tùng ô tô bán lẻ’, hoàn toàn dựa vào số liệu trong Bảng 12.6 và những thông tin bổ sung sau đây:

 - WAH và các đối thủ cạnh tranh chính, mỗi công ty đều vận hành hơn 150 cửa hàng vào cuối năm 2008.
 - Số cửa hàng bình quân trên một công ty tham gia vào ngành phụ tùng ô tô bán lẻ là 5,3.
 - Cơ sở khách hàng chính của phụ tùng ô tô được bán tại các cửa hàng bán lẻ là những người trẻ tuổi sở hữu những chiếc xe cũ. Các chủ xe này tự bảo trì sửa chữa xe vì lý do kinh tế.

- a. Một trong những kết luận của RRG là ngành phụ tùng ô tô bán lẻ trên bình diện tổng thể hiện đang ở vào giai đoạn chín muồi trong vòng đời của ngành. Thảo luận ba khoản mục số liệu phù hợp trong Bảng 12.6 giúp xác nhận kết luận này.
- b. Một kết luận khác của RRG là WAH và các đối thủ cạnh tranh chính đang ở vào giai đoạn củng cố trong vòng đời của họ. Trích dẫn 3 khoản mục từ Bảng 12.6 dẫn đến kết luận này. Làm thế nào WAH có thể ở vào giai đoạn củng cố trong khi toàn ngành đang ở vào giai đoạn chín muồi?

Bảng 12.6 Số liệu ngành phụ tùng ô tô bán lẻ chọn lọc

Năm	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999
Dân số tuổi 18-29 (phần trăm thay đổi)	-1,8%	-2,0%	-2,1%	-1,4%	-0,8%	-0,9%	-1,1%	-0,9%	-0,7%	-0,3%
Số hộ gia đình có thu nhập hơn 40.000 USD (% thay đổi)	6,0%	4,0%	8,0%	4,5%	2,7%	3,1%	1,6%	3,6%	4,2%	2,2%
Số hộ gia đình có thu nhập dưới 40.000 USD (% thay đổi)	3,0%	-1,0%	4,9%	2,3%	-1,4%	2,5%	1,4%	-1,3%	0,6%	0,1%
Số ô tô đã qua 5-15 năm sử dụng (phần trăm thay đổi)	0,9%	-1,3%	-6,0%	1,9%	3,3%	2,4%	2,3%	-2,2%	-8,0%	1,6%
Doanh số bán lẻ ngành phụ tùng ô tô thay thế (% thay đổi)	5,7%	1,9%	3,1%	3,5%	4,3%	2,6%	1,6%	0,2%	3,7%	2,4%
Chỉ tiêu của người tiêu dùng cho phụ tùng linh kiện ô tô (phần trăm thay đổi)	2,4%	1,8%	2,1%	6,5%	3,6%	9,2%	1,3%	6,2%	6,7%	6,5%
Tăng trưởng doanh số của những công ty phụ tùng ô tô bán lẻ có trên 100 cửa hàng	17,0%	16,0%	16,5%	14,0%	15,5%	16,8%	12,0%	15,7%	19,0%	16,0%
Thị phần của những công ty phụ tùng ô tô bán lẻ có trên 100 cửa hàng	19,0%	18,5%	18,3%	18,1%	17,0%	17,2%	17,0%	18,0%	15,0%	14,0%
Lợi nhuận hoạt động bình quân của những công ty phụ tùng ô tô bán lẻ có trên 100 cửa hàng	12,0%	11,8%	11,2%	11,5%	10,6%	10,6%	10,0%	10,4%	9,8%	9,0%
Lợi nhuận hoạt động bình quân của tất cả các công ty phụ tùng ô tô bán lẻ	5,5%	5,7%	5,6%	5,8%	6,0%	6,5%	7,0%	7,2%	7,1%	7,2%

2. Universal Auto là một công ty đa quốc gia lớn có trụ sở chính ở Hoa Kỳ. Vì mục đích báo cáo của các bộ phận hoạt động kinh doanh, công ty đang tham gia vào hai lĩnh vực hoạt động: sản xuất phương tiện cơ giới và dịch vụ xử lý thông tin. Cho đến giờ, kinh doanh phương tiện cơ giới là mảng hoạt động lớn hơn trong hai lĩnh vực hoạt động của công ty, chủ yếu bao gồm việc sản xuất ô tô hành khách nội địa nước Mỹ, nhưng cũng bao gồm sản xuất xe tải nhỏ ở Mỹ và sản xuất ô tô hành khách ở các nước khác. Lĩnh vực này của Universal có kết quả hoạt động yếu kém trong mấy năm qua, trong đó có một khoản thua lỗ lớn vào năm 2010. Cho dù công ty không phơi bày các kết quả hoạt động kinh doanh ô tô hành khách nội địa, người ta tin rằng chính phần

này trong toàn bộ hoạt động kinh doanh của Universal chịu trách nhiệm chính cho kết quả yếu kém của mảng kinh doanh phương tiện cơ giới.

Idata, hoạt động kinh doanh dịch vụ xử lý thông tin của Universal, được công ty bắt đầu khoảng 15 năm trước. Lĩnh vực này thể hiện sự tăng trưởng đều và mạnh hoàn toàn trong nội bộ công ty: Không có một vụ tiếp quản hay sáp nhập nào từng được thực hiện.

Trích dẫn báo cáo nghiên cứu về Universal được lập bởi Paul Adams, một ứng viên CFA: ‘Dựa vào giả định của chúng tôi rằng Universal sẽ có khả năng tăng giá đáng kể đối với các ô tô hành khách Hoa Kỳ vào năm 2011, chúng tôi dự báo sự cải thiện lợi nhuận nhiều tỷ USD ...’

- a. Thảo luận khái niệm vòng đời của ngành thông qua mô tả từng giai đoạn trong bốn giai đoạn.
 - b. Xác định xem hai lĩnh vực hoạt động kinh doanh chính của Universal – ô tô hành khách và xử lý thông tin – nằm ở đâu trong vòng đời này.
 - c. Dựa vào vị trí của từng lĩnh vực trong vòng đời của ngành, thảo luận xem việc định giá sản phẩm sẽ khác nhau như thế nào giữa hai lĩnh vực hoạt động kinh doanh của Universal.
3. Báo cáo nghiên cứu của Adams (xem bài tập trên) tiếp tục như sau: ‘Với sự mở rộng kinh doanh đang tiến hành, sự tăng vọt lợi nhuận kỳ vọng sẽ dẫn đến mức giá cao hơn cho cổ phiếu Universal Auto. Chúng tôi tha thiết kiến nghị nên mua cổ phiếu.’
- a. Thảo luận phương pháp chọn thời điểm đầu tư dựa vào chu kỳ kinh tế. (Câu trả lời của bạn nên mô tả những hành động sẽ được tiến hành đối với cổ phiếu và trái phiếu vào những thời điểm khác nhau trong một chu kỳ kinh tế điển hình.)
 - b. Giả sử phát biểu của Adams là đúng đắn (nghĩa là việc mở rộng hoạt động hiện đang diễn ra), đánh giá tính kịp thời của kiến nghị của anh là mua cổ phiếu Universal Auto, một cổ phiếu theo chu kỳ, dựa vào phương pháp chọn thời điểm đầu tư dựa vào chu kỳ kinh tế.
4. Janet Ludlow đang lập một báo cáo về các nhà sản xuất công nghiệp chế tạo Hoa Kỳ trong ngành bàn chải răng bằng điện và đã tập hợp được những thông tin trình bày trong Bảng 12.7 và 12.8. Báo cáo của Ludlow kết luận rằng ngành bàn chải răng bằng điện đang ở trong giai đoạn chín muồi (nghĩa là giai đoạn sau) trong vòng đời của ngành.
- a. Chọn ra và giải thích ba yếu tố trong Bảng 12.7 giúp xác nhận kết luận của Ludlow.
 - b. Chọn ra và giải thích ba yếu tố trong Bảng 12.8 giúp phản bác kết luận của Ludlow.

Bảng 12.7 Các tỷ số tài chính đối với chỉ số ngành bàn chải đánh răng bằng điện và chỉ số thị trường chung

Năm	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Suất sinh lợi trên vốn sở hữu						
Chỉ số ngành bàn chải răng bằng điện	12,5%	12,0%	15,4%	19,6%	21,6%	21,6%
Chỉ số thị trường	10,2	12,4	14,6	19,9	20,4	21,2
P/E bình quân						
Chỉ số ngành bàn chải răng bằng điện	28,5x	23,2x	19,6x	18,7x	18,5x	16,2x
Chỉ số thị trường	10,2	12,4	14,6	19,9	18,1	19,1
Tỷ lệ chi trả cổ tức						
Chỉ số ngành bàn chải răng bằng điện	8,8%	8,0%	12,1%	12,1%	14,3%	17,1%
Chỉ số thị trường	39,2	40,1	38,6	43,7	41,8	39,1
Lợi suất cổ tức bình quân						
Chỉ số ngành bàn chải răng bằng điện	0,3%	0,3%	0,6%	0,7%	0,8%	1,0%
Chỉ số thị trường	3,8	3,2	2,6	2,2	2,3	2,1

Bảng 12.8 Đặc điểm của ngành sản xuất bàn chải răng bằng điện

- **Tăng trưởng doanh số ngành:** Doanh số ngành đã tăng trưởng 15-20 phần trăm một năm trong những năm gần đây và dự kiến sẽ tăng trưởng 10-15 phần trăm một năm trong ba năm tới.
- **Thị trường ngoài nước Mỹ:** Một số nhà sản xuất Hoa Kỳ đang ra sức thâm nhập các thị trường đang tăng trưởng nhanh bên ngoài nước Mỹ, mà hiện nay nhìn chung vẫn còn chưa được khai thác.
- **Doanh số đơn hàng qua thư:** Một số nhà sản xuất đã tạo ra một phân đoạn chuyên sâu mới trong ngành thông qua bán bàn chải răng bằng điện trực tiếp cho khách hàng qua đơn hàng bằng thư. Doanh số của phân đoạn này trong ngành đang tăng trưởng 40 phần trăm một năm.
- **Thâm nhập thị trường Hoa Kỳ:** Tỷ lệ thâm nhập thị trường hiện nay ở Hoa Kỳ là 60 phần trăm các hộ gia đình và sẽ khó gia tăng hơn nữa.
- **Cạnh tranh về giá:** Các nhà sản xuất cạnh tranh khốc liệt trên cơ sở giá cả và các cuộc chiến tranh giá cả trong ngành là phổ biến.
- **Các thị trường chuyên sâu:** Một số nhà sản xuất có thể phát triển những thị trường chuyên sâu mới chưa được khai thác ở Hoa Kỳ dựa vào danh tiếng công ty, chất lượng và dịch vụ.
- **Củng cố hợp nhất trong ngành:** Một số nhà sản xuất gần đây đã sáp nhập với nhau, và người ta dự kiến việc hợp nhất trong ngành sẽ tăng lên.
- **Các công ty mới tham gia ngành:** Các nhà sản xuất mới tiếp tục tham gia thị trường.

5. Công ty truyền thông Dynamic thống lĩnh một phân đoạn trong ngành điện tử tiêu dùng. Một đối thủ cạnh tranh nhỏ trong phân đoạn đó là Wade Goods & Co. Wade vừa tung ra thị trường một sản phẩm mới với thương hiệu Carrycom để thay thế dòng sản phẩm hiện nay của Wade và có thể tác động đáng kể đến phân đoạn ngành này. Mike Brandreth đang thực hiện một nghiên cứu ngành cập nhật, chú trọng vào Wade, bao gồm một phân tích triển khai áp dụng năm áp lực cạnh tranh mà Michael Porter đã vạch ra. Chủ tịch công ty Wade, ông Toby White đưa ra những nhận định sau đây:
 - ‘Wade đã được cấp phép sản xuất độc quyền trong ba năm với công nghệ Carrycom từ chủ sở hữu bằng phát minh của công nghệ mới này. Điều này sẽ mở ra cho chúng ta cơ hội thiết lập vị trí dẫn đầu với sản phẩm mới trước khi các đối thủ cạnh tranh tham gia thị trường với những sản phẩm tương tự.’
 - ‘Một cấu phần tối quan trọng trong mọi sản phẩm cạnh tranh hiện tại là pari-copper, một dạng phân tử được làm giàu từ đồng; việc sản xuất pari-copper bị hạn chế và thực chất được kiểm soát bởi Dynamic. Carrycom được sản xuất với đồng thông thường, nhờ đó khắc phục được sự phụ thuộc hiện nay vào pari-copper. Các cấu phần khác của Carrycom có thể được mua từ vô số nguồn.’
 - ‘Các sản phẩm hiện hữu dựa vào pari-copper được thiết kế để hoạt động trong một vùng địa lý duy nhất, được xác định trước trong quá trình sản xuất. Carrycom sẽ là sản phẩm duy nhất trên thị trường có thể được người sử dụng cài đặt lại để sử dụng ở nhiều vùng khác nhau. Chúng ta dự kiến các sản phẩm khác trong phân đoạn ngành sẽ tích hợp chức năng này vào lúc kết thúc thời hạn giấy phép sản xuất độc quyền.’
 - ‘Carrycom và các sản phẩm cạnh tranh tương tự gần đây đã bổ sung chức năng chuyển đổi ngôn ngữ tự động. Điều này sẽ nâng sản phẩm của chúng ta lên một tầm cao mới trong thị trường điện tử tiêu dùng bao quát hơn, dẫn đầu các thiết bị hỗ trợ kỹ thuật số cá nhân, máy tính, và các sản phẩm điện tử tiêu dùng khác. Chúng ta dự kiến rằng thị trường

điện tử tiêu dùng bao quát hơn sẽ không thể tích hợp chức năng chuyển đổi ngôn ngữ tự động này ít nhất trong vòng một năm.’

- ‘Chúng ta dự định sẽ thay thế vị trí dẫn đầu của Dynamic hiện nay trong vòng ba năm tới. Chúng ta kỳ vọng sản phẩm dựa vào đồng thông thường với chức năng chuyển đổi ngôn ngữ tự động sẽ là tiêu chuẩn ngành sau ba năm. Điều này sẽ dẫn đến một số sản phẩm tương tự và thế lực định giá bị giới hạn sau khi giấy phép hết hạn vào ba năm sau.’
Brandeth đã nghiên cứu thấu đáo hai áp lực cạnh tranh của Porter – thế lực đàm phán của khách hàng và thế lực đàm phán của nhà cung ứng – và hiện đang chuyển sang chú ý tới các áp lực cạnh tranh còn lại cần thiết để hoàn tất phân tích về Wade.
Hãy xác định ba áp lực cạnh tranh còn lại. Đối với mỗi áp lực cạnh tranh này, hãy xác định xem liệu vị trí của Wade trong ngành xem ra sẽ mạnh hay yếu vào một năm sau và vào năm năm sau kể từ bây giờ.
6. Những câu hỏi sau đây được cho trong các bài thi CFA.
- a. Nhận định nào sau đây diễn đạt *tốt nhất* ý tưởng trọng tâm của chính sách ngân sách nghịch chu kỳ?
 - (1) Thâm hụt ngân sách theo kế hoạch của chính phủ là phù hợp trong thời kỳ bùng phát kinh tế, và thặng dư theo kế hoạch là phù hợp trong thời kỳ suy thoái kinh tế.
 - (2) Cách tiếp cận cân bằng ngân sách là tiêu chí phù hợp để xác định chính sách ngân sách hàng năm.
 - (3) Thâm hụt thực tế sẽ bằng với thặng dư thực tế trong thời kỳ giảm phát.
 - (4) Thâm hụt ngân sách được lên kế hoạch trong thời kỳ suy thoái kinh tế, và thặng dư ngân sách sẽ được áp dụng để khống chế sự bùng phát kinh tế gây lạm phát.
 - b. Dựa vào số liệu lịch sử và giả định trạng thái chưa toàn dụng lao động, những thời kỳ tỷ lệ tăng trưởng cung tiền tăng vọt có xu hướng gắn liền *thoạt đầu* với:
 - (1) Những thời kỳ suy thoái kinh tế.
 - (2) Sự gia tăng tốc độ lưu thông tiền tệ.
 - (3) Sự tăng trưởng nhanh của tổng sản lượng nội địa
 - (4) Sự giảm sút tổng sản lượng nội địa thực.
 - c. Một người ủng hộ kinh tế học về phía cung xem ra có khả năng sẽ nhấn mạnh *nhiều nhất* vào *một* trong những đề xuất nào sau đây:
 - (1) Thuế suất biên cao hơn sẽ dẫn đến giảm qui mô thâm hụt ngân sách và hạ lãi suất vì điều đó giúp mở rộng thu ngân sách.
 - (2) Thuế suất biên cao hơn làm tăng tình trạng phi hiệu quả kinh tế và qua đó làm trì trệ tăng trưởng sản lượng vì điều đó sẽ khuyến khích các nhà đầu tư đảm nhận những dự án có năng suất thấp nhưng có lợi ích khấu trừ thuế cao.
 - (3) Việc thanh toán tái phân phối thu nhập sẽ gần như không phát huy tác động đối với tổng cung vì việc thanh toán đó không tiêu thụ nguồn lực một cách trực tiếp.
 - (4) Giảm thuế sẽ làm tăng thu nhập khả dụng của các hộ gia đình. Vì thế, tác động chủ yếu của việc giảm thuế đối với tổng cung sẽ xuất phát từ ảnh hưởng của thay đổi thuế đối với qui mô thâm hụt hay thặng dư ngân sách.

Standard & Poor's

Sử dụng số liệu từ cơ sở dữ liệu Market Insight Database của Standard & Poor's trên trang web www.mhhe.com/edumarketinsight để trả lời những câu hỏi sau đây:

1. Xem trong mục hồ sơ ngành Industry Profiles từ cơ sở dữ liệu Market Insight để tìm các ngành Photographic Products (sản phẩm nhiếp ảnh) và Pharmaceuticals (dược phẩm). So sánh các tỷ số thị giá trên thu nhập của các ngành với nhau và với tỷ số của chỉ số tổng hợp S&P 500. Các mức chênh lệch có ý nghĩa hay không dưới ánh sáng hiểu biết về các thời kỳ khác nhau trong vòng đời của ngành?
2. So sánh các tỷ số giá trên thu nhập của hai ngành với nhau và với tỷ số của chỉ số tổng hợp S&P 500. Các tỷ số này phản ánh các giai đoạn trong vòng đời của các ngành như thế nào? Xem xét suất sinh lợi toàn ngành trong một năm, ba năm, và năm năm. Các suất sinh lợi có nhất quán với những gì bạn biết về vòng đời của ngành? Suất sinh lợi phản ánh trạng thái chung của nền kinh tế trong từng thời kỳ đến mức độ nào?
3. Trên mục *Industry* của cơ sở dữ liệu Market Insight, chọn ngành Publishing (xuất bản). Mở ra xem điều tra khảo sát ngành gần đây nhất S&P Industry Survey, rồi trả lời những câu hỏi sau đây:
 - a. Những ngành nào đóng góp doanh thu quảng cáo nhiều nhất cho ngành xuất bản? Triển vọng của những ngành này ảnh hưởng như thế nào đến các công ty xuất bản?
 - b. Tìm phần 'Industry Trends' (xu hướng của ngành) trong báo cáo. Những xu hướng nào được nhắc tới? Bạn dự kiến những xu hướng nào sẽ ảnh hưởng đến kết quả hoạt động của ngành xuất bản trong ngắn hạn?
 - c. Ngành này có thâm dụng lao động không? Theo bạn, xu hướng nhân khẩu học nào là quan trọng trên phương diện này?
 - d. Tìm phần 'Key Industry Statistic and Ratios' (Các trị thống kê và tỷ số ngành then chốt) trong báo cáo. Chọn hai đặc điểm được báo cáo trong phần này và thảo luận xem theo bạn những đặc điểm này sẽ ảnh hưởng như thế nào đến ngành.
 - e. Khảo sát điều tra này đưa ra những đề xuất gì để đánh giá tình trạng lành mạnh tài chính và triển vọng của một công ty chuyên xuất bản tạp chí?

Nắm vững trang web

Bài tập này sẽ mang lại cho bạn cơ hội xem xét số liệu về một số chỉ báo kinh tế đi trước.

1. Tải xuống số liệu về số đơn vị nhà ở thuộc sở hữu tư nhân được cấp phép thông qua giấy phép xây dựng từ trang web www.census.gov/const/www/C40/table1.html. Chọn số liệu điều chỉnh theo mùa cho Hoa Kỳ trong một định dạng Excel. Vẽ đồ thị chuỗi 'Total'.
2. Tải xuống số liệu năm năm gần đây nhất về các đơn hàng mới của các nhà sản xuất công nghiệp đối với hàng hóa vốn ngoài quốc phòng từ trang web của St. Louis Federal Reserve, research.stlouisfed.org/fred2/series/NEWORDER. Vẽ đồ thị số liệu này.
3. Tìm số liệu số giờ lao động sản xuất bình quân hàng tuần trong công nghiệp chế tạo trên trang web www.bls.gov/lpc/lpcover.htm#Data. Chọn đường dẫn chuỗi thời gian lịch sử rồi chọn số liệu chỉ số Index. Chọn ngành là Manufacturing (công nghiệp chế tạo) và chọn số đo là số giờ lao động bình quân. Truy xuất báo cáo cho năm năm vừa qua. Sử dụng các phương án cho một định dạng bảng, non-HTML, và chọn khoảng trắng (space) làm dấu phân cách. Cách làm này sẽ cho bạn cả số liệu hàng quý và trị bình quân hàng năm. Khi bạn copy số liệu vào Excel, bạn có thể sử dụng menu Data,

Text to Columns để đưa số liệu vào một định dạng có thể sử dụng. Vẽ đồ thị số liệu để trình bày xu hướng hàng quý trong năm năm qua.

4. Các chuỗi số liệu mà bạn truy xuất đều là các chỉ báo kinh tế đi trước. Dựa vào các bảng và các đồ thị của bạn, bạn có ý kiến như thế nào về tình trạng nền kinh tế trong tương lai gần?

Bài giải kiểm tra khái niệm

- 12.1 Tình trạng sa sút của ngành ô tô sẽ làm giảm cầu đối với sản phẩm trong nền kinh tế này. Ít nhất trong ngắn hạn, nền kinh tế sẽ bước vào tình trạng suy thoái. Điều này cho thấy rằng:
- GDP sẽ giảm.
 - Tỷ lệ thất nghiệp sẽ tăng.
 - Thâm hụt ngân sách sẽ tăng. Nguồn thu thuế thu nhập sẽ giảm, và chi tiêu chính phủ cho các chương trình phúc lợi xã hội có lẽ sẽ tăng.
 - Lãi suất sẽ giảm. Tình trạng thu hẹp của nền kinh tế sẽ làm giảm cầu tín dụng. Hơn nữa, tỷ lệ lạm phát thấp sẽ làm giảm lãi suất danh nghĩa.
- 12.2 Chính sách tài khoá mở rộng đi kèm với chính sách tiền tệ mở rộng sẽ kích thích nền kinh tế, với chính sách tiền tệ nới lỏng giúp hạ lãi suất.
- 12.3 Cách lý giải truyền thống về phía cầu của việc cắt giảm thuế là: sự gia tăng thu nhập sau thuế đạt được sẽ làm tăng cầu tiêu dùng và kích thích nền kinh tế. Cách lý giải truyền thống về phía cung là: việc giảm thuế suất biên sẽ thu hút các doanh nghiệp đầu tư nhiều hơn và thu hút các cá nhân tích cực làm việc; qua đó làm tăng sản lượng kinh tế.
- 12.4.a. Ngành báo chí sẽ hoạt động tốt nhất trong thời kỳ mở rộng khi khối lượng quảng cáo gia tăng.
- Máy móc công cụ là ngành đầu tư tốt khi nền kinh tế ở dưới đáy suy thoái, ngay khi sắp bước vào thời kỳ mở rộng và các công ty có thể cần gia tăng sản lượng.
 - Nước giải khát là ngành đầu tư phòng thủ, cầu tương đối không nhạy cảm với chu kỳ kinh tế. Do đó, đây là ngành đầu tư tốt nếu dự báo sắp có suy thoái.
 - Gỗ súc là ngành đầu tư tốt ở trạng thái đỉnh của chu kỳ kinh tế, khi giá tài nguyên thiên nhiên cao và nền kinh tế hoạt động ở mức toàn dụng.