

# آنگان



بازدهی منفی به ثبت رساندند که بیانگر عمق رکود و بی‌انگیزگی حاکم بر بازار سهام بود.

هرچند پاییز فصل خوبی برای بازار سهام نبود؛ لیکن بازار در شرایط کنونی ارزنده ارزیابی می‌شود و انتظار می‌رود با افزایش نرخ دلار نیما و نزدیک شدن آن به نرخ دلار آزاد، ارزندگی و جذابیت آن تقویت شود. با توجه به برطرف شدن ابهامات بودجه، برنامه حمایتی دولت از بازار سرمایه و انتشار گزارشات فصلی پاییز، انتظار می‌رود شرایط در زمستان برای بازار سهام بهتر از پاییز باشد.

بودجه ساختار درآمدی و هزینه‌ای دولت‌ها را مشخص می‌کند. هرچه اقتصاد دولتی‌تر باشد؛ هزینه‌ها و درآمدهای دولت، اقتصاد و شرکت‌ها را به میزان بیشتری تحت تاثیر قرار می‌دهد. بودجه ۱۴۰۱ دولت، حاوی نکات با اهمیتی است که بر بازار سرمایه تاثیرگذار است. اولاً، علیرغم آنکه بودجه با فرض تداوم تحریم‌ها نگاشته شده، لیکن به فروش نفت خیلی وابسته است. حدود ۳۰ درصد از منابع درآمدی دولت ناشی از فروش ۱/۲ میلیون بشکه نفت است. ثانیاً، ارز حاصل از صادرات نفت با دلار ۲۳ هزار تومان تسعیر شده است که نشان می‌دهد مسئولان کشور نسبت به نرخ ارز نگاه واقع‌بینانه‌تری پیدا کرده‌اند. ثالثاً، نرخ ارز ۴۲۰۰ تومانی به مرور در بودجه ۱۴۰۱ حذف می‌شود که خود سیگنال مثبتی از حذف قیمت‌گذاری دستوری است و از واقعی‌تر شدن قیمت کالا و نهاده‌ها برای شرکت‌ها حکایت دارد.

مهم‌ترین اتفاق آذرماه ۱۴۰۰ بازار سرمایه، تقدیم لایحه بودجه دولت به مجلس در تاریخ ۲۱ آذرماه بود. با رونمایی از بودجه، بازار سهام به نکات مثبت آن نظیر کاهش ۵ درصدی نرخ مالیات شرکت‌های بورسی، افزایش نرخ دلار به ۲۳ هزار تومان و حذف ارز ترجیحی واکنشی نشان نداد و تنها به نکته منفی افزایش نرخ سوخت برخی از صنایع واکنش منفی نشان داد تا شاخص محدوده روانی یک میلیون و ۳۰۰ هزار واحد را از دست بدهد.

با توجه به شرایط بورس در فصل پاییز، تقریباً در اکثر روزها خروج پول حقیقی از بازار سرمایه رقم خورد؛ در مجموع، حدود ۱۷ هزار میلیارد تومان پول حقیقی از بازار سرمایه خارج شد. شاخص بازدهی منفی ۵ درصد را ثبت کرد و در اتفاقی کم‌سابقه، تمام صنایع در این ماه

● بودجه (Budget) ..... ۲

تاریخچه بودجه

بودجه و بازار سرمایه

● بازار سهام ..... ۵

ماه رکود

عملکرد صنایع

بررسی صنایع مهم بازار

● بازار کالایی ..... ۱۳

بازار کالای جهانی

کامودیتی ها در ماه گذشته

بورس کالای ایران

● بازار بدهی ..... ۱۸

اوراق بدهی در لایحه بودجه ۱۴۰۱

تورم کاهشی در پاییز

ساختار زمانی نرخ بهره اوراق دولتی

مقایسه ارزش معاملات بازار ابزارهای نوین مالی در ماه گذشته

● پیش بینی بازار ..... ۲۱

● عملکرد آسمان ..... ۲۶



بودجه  
(Budget)

## تاریخچه بودجه

واژه بودجه از نظر لغوی ریشه فرانسوی دارد، ولی از نظر مفهومی اولین بار در انگلیس مورد استفاده قرار گرفت؛ چرا که رویه تنظیم بودجه و به تصویب رساندن آن در پارلمان، ابتدا از کشور انگلستان شروع شده است. در تعریف کلی و عامیانه، بودجه تخمینی از درآمد و هزینه در طول یک بازه زمانی مشخص در آینده است. بودجه می‌تواند برای شخص، خانواده، گروهی از افراد، کسب‌وکار، دولت، کشور، سازمان‌های چند ملیتی یا تقریباً هر چیزی که درآمد و هزینه دارد، مورد استفاده قرار گیرد. بودجه به معنای تخصصی و سیاسی به معنای برنامه مالی و اجرایی دولت است که برای یک سال مالی تهیه و حاوی پیش‌بینی درآمدها و سایر منابع تامین اعتبار و برآورد هزینه‌ها برای انجام عملیاتی است که برای نیل به سیاست‌ها و اهداف پیش‌بینی شده در برنامه توسعه تهیه می‌شود.

بودجه‌بندی، اهداف و کاربردهای مختلفی در تنظیم، تصویب، اجرا و کنترل سیاست‌های دولت دارد. در مرحله اول، بودجه چارچوبی را برای تنظیم سیاست‌های دولت برای رسیدن به اهداف خود مشخص می‌کند، در این مرحله نقش دستگاه‌های مختلف در رسیدن به اهداف تبیین می‌شود. بودجه با تایید نمایندگان مجلس تصویب می‌شود، در مرحله تصویب از نظر تطابق با قوانین و مقررات سنجیده می‌شود و عملیاتی بودن بودجه مورد بررسی قرار می‌گیرد. در مرحله اجرا، بودجه‌بندی راهنمای مدیران در اجرای سیاست‌های تدوین شده است و در نهایت بودجه‌بندی مهم‌ترین ابزار کنترل و نظارت بر عملکرد دولت محسوب می‌شود.

تهیه و تنظیم بودجه با پیدایش دولت‌ها همراه بوده است که در ایران نیز سابقه طولانی دارد. اولین بودجه ایران در سال ۱۲۸۹ هجری شمسی تهیه و تقدیم مجلس شد. وظیفه تهیه بودجه را در ابتدا وزارت دارایی عهده‌دار بود؛ اما از شهریور ماه ۱۳۴۳ شمسی به دلیل ضعف در تهیه و تنظیم بودجه، وظیفه تهیه بودجه جاری به سازمان برنامه و بودجه منتقل شد. بعد از انقلاب، اصلاحات بودجه در حد چند تبصره بوده است و بودجه تقریباً با همان قوانین هر ساله توسط دولت در آذرماه به مجلس تقدیم می‌شود.

## بودجه و بازار سرمایه

بودجه ساختار درآمدی و هزینه‌ای دولت‌ها را مشخص می‌کند. هرچه اقتصاد دولتی‌تر باشد، هزینه‌ها و درآمدهای دولت، به میزان بیشتری اقتصاد و شرکت‌ها را تحت تاثیر قرار می‌دهد. در اقتصادهای سرمایه‌ای که ساختار اقتصادی باز دارند، عمده قوانین سرمایه‌گذاری کشورها بلندمدت است و هر ساله با نگرش بودجه، ریسک تغییرات قوانین، شرکت‌ها را تهدید نمی‌کند. با توجه به دولتی بودن اقتصاد ایران، ارقامی مانند نرخ سوخت شرکت‌ها، نرخ مالیات، حق انتفاع معادن و برخی از معافیت‌های مالیاتی شرکت‌ها هر ساله در بودجه تصویب می‌شود و فضای

و بهره مالکانه معادن نسبت به سال قبل، دیگر ابهام بودجه ۱۴۰۱ دولت است که این موضوع هم با شفاف‌سازی دولت مبنی بر عدم تغییر فرمول محاسبه حق انتفاع نسبت به سال قبل، یکی دیگر از ابهامات بودجه را برطرف کرد.

با توجه به آخرین اظهارنظرهای مسئولان امر، تغییرات بودجه به نفع بازار سرمایه است و تا حدودی از ابهام و نگرانی بازار کم شده است. همچنین برای اولین بار برای صندوق تثبیت بازار سرمایه ردیف بودجه لحاظ شده است و انتشار اوراق در بازار سرمایه منوط به شرایط بورس گشته است. از دیگر نکات بودجه افزایش درآمد دولت از محل مالیات است. دولت در بودجه تقدیمی، تقریباً از همه فعالیت‌های سرمایه‌گذاری به غیر از بورس مالیات اخذ می‌کند که این امر می‌تواند سیگنال مثبتی در جهت حمایت از سرمایه‌گذاری در بورس باشد.

در آذرماه در کنار اثرات مخرب قیمت‌گذاری دستوری، ابهامات بودجه نیز به تردیدهای سرمایه‌گذاری در بورس افزود و شرایط برای سرمایه‌گذاری در بورس پیچیده‌تر از گذشته شد. انتظار می‌رود در جریان رسیدگی مجلس شورای اسلامی، لایحه بودجه دچار تغییر قابل ملاحظه‌ای به ضرر بازار سرمایه نشود. لیکن کماکان تا زمان تصویب بودجه اظهارنظرهای متفاوت می‌تواند فضای سرمایه‌گذاری را با ابهام و چالش مواجه کند. ساختار برنامه‌ریزی کشور باید به سمتی سوق پیدا کند تا طرح‌های توسعه‌ای و اقتصادی بلندمدت پیش‌بینی‌پذیر شوند و با قوانین سالانه بودجه، توجیه‌پذیری آن‌ها با خطر مواجه نشود.

سرمایه‌گذاری را با چالش همراه می‌کند. از آنجا که رابطه‌ی میان دولت و شرکت‌ها، هر ساله با تصویب بودجه دست‌خوش تغییر می‌شود، هر ساله در دوره تقدیم تا تصویب بودجه، فضای بازار سهام دچار التهاب می‌شود.

بودجه ۱۴۰۱ دولت، حاوی نکات با اهمیتی است که بر بازار سرمایه تاثیرگذار است. اولاً علیرغم آنکه بودجه با فرض تداوم تحریم‌ها نگاشته شده، لیکن به فروش نفت خیلی وابسته است. حدود ۳۰ درصد از منابع درآمدی دولت ناشی از فروش ۱/۲ میلیون بشکه نفت است که در شرایط فعلی حتی در صورت تحقق فروش، برگشت ارز حاصل از فروش احتمالاً به صورت تهاثر کالا به کالا خواهد بود و ارز حاصل از صادرات به راحتی به دست دولت نمی‌رسد. ثانیاً ارز حاصل از صادرات نفت با دلار ۲۳ هزار تومان تسعیر شده است که نشان می‌دهد مسئولان کشور نسبت به نرخ ارز نگاه واقع‌بین‌تری پیدا کرده‌اند. ثالثاً، نرخ ارز ۴۲۰۰ تومانی به مرور در بودجه ۱۴۰۱ حذف می‌گردد که خود سیگنال مثبتی از حذف قیمت‌گذاری دستوری است و از واقعی‌تر شدن قیمت کالا و نهاده‌ها برای شرکت‌ها حکایت دارد.

نرخ سوخت و افزایش هزینه‌های انرژی، چالش برانگیزترین اتفاق بودجه ۱۴۰۱ است. دولت در لایحه تقدیمی خود به مجلس نرخ سوخت شرکت‌های فولادی و پتروشیمی را تا معادل نرخ خوراک آن‌ها بالا آورد که باعث ایجاد جو منفی در بازار سرمایه شد. با افزایش انتقادات و مشاهده اثرات منفی این تصمیم بر بازار سرمایه، بعد از لایحه تقدیمی بودجه، ستاد اقتصادی دولت به جهت کاهش تبعات این تصمیم، برای نرخ سوخت و نرخ خوراک شرکت‌های پتروشیمی سقف تعیین کرد و بازار سرمایه از این تصمیم استقبال کرد. افزایش چهار برابری حق انتفاع

# بازار سهام

BTCUSD - 9203.20

22:48:45

8000.00

7000.00

6000.00

5000.00

4000.00

3000.00

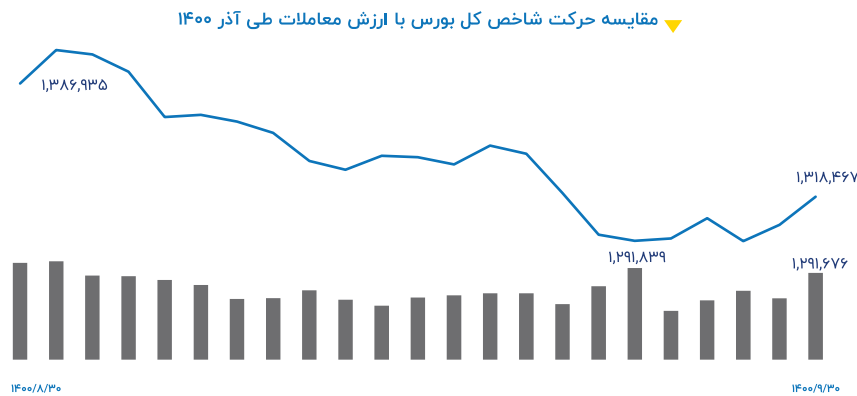
12000.00  
11000.00  
10000.00  
9000.00  
8000.00  
7000.00  
6000.00  
5000.00  
4000.00  
3000.00

مهم‌ترین اتفاق آذرماه ۱۴۰۰، تقدیم لایحه بودجه توسط دولت به مجلس در تاریخ ۲۱ آذرماه بود. دولت ابراهیم رییسی در این ماه اولین بودجه سالانه خود را تقدیم مجلس کرد.

رکود بازار سهام در ماه آذر ۱۴۰۰ به اوج خود رسید. شاخص کل بورس در رقم یک میلیون و ۳۸۶ هزار واحد از آبان تحویل گرفته شد و با افت ۵ درصدی در مقدار یک میلیون و ۳۱۸ هزار واحد به دی ماه تحویل داد. ابهام، نبود انگیزه سرمایه‌گذاری و بی‌رونقی، ویژگی بارز آذرماه ۱۴۰۰ بود. شرایط در ۱۰ روز پایانی آذرماه به مراتب نسبت به روزهای ابتدایی

بدتر بود و همان طور که در نمودار تغییرات شاخص کل بورس در تصویر زیر مشاهده می‌شود، طی روزهای مذکور، شاخص کل بورس در برهه‌هایی، دامنه یک میلیون و ۳۰۰ هزار واحد را نیز از دست داد. البته با سیگنال حمایتی از سوی دولت، در دو روز انتهایی آذرماه شرایط بورس نسبت به روزهای قبل آن بهتر شد.

نمودار زیر روند تغییرات شاخص کل بورس و ارزش معاملات را برای آذر ماه به تصویر می‌کشد.



همان طور که در نمودار فوق نیز مشخص است، از نظر پراکندگی، میانگین روزانه ارزش معاملات خرد برای آذر ماه حدود ۲,۳۰۰ میلیارد تومان بوده است. ارزش معاملات این ماه نسبت به آبان ماه با افت محسوس ۳۵ درصدی همراه بوده است.

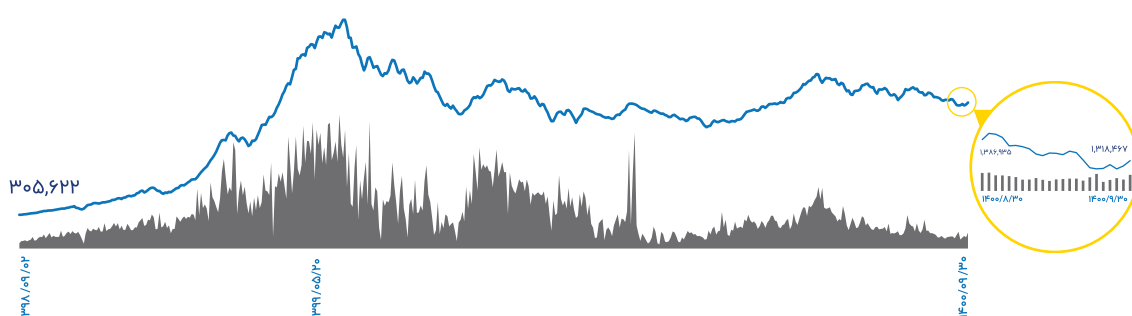
مهم‌ترین اتفاق آذرماه ۱۴۰۰، تقدیم لایحه بودجه توسط دولت به مجلس در تاریخ ۲۱ آذرماه بود. دولت ابراهیم رییسی در این ماه اولین بودجه سالانه خود را تقدیم مجلس کرد. هر چند در گمانه‌زنی‌های ابتدایی بحث افزایش نرخ سوخت برخی صنایع نسبت به نرخ سال قبل مطرح بود و بورس به دلیل این گمانه‌زنی‌ها دچار افت محسوس شده بود، با رونمایی از بودجه در تاریخ



۲۱ آذرماه، بازار سهام به نکات مثبت آن نظیر کاهش ۵ درصدی نرخ مالیات، افزایش نرخ دلار به ۲۳ هزار تومان و حذف ارز ترجیحی واکنشی نشان نداد و تنها به نکته منفی افزایش نرخ سوخت برخی از صنایع واکنش منفی نشان داد و شاخص کل بورس با از دست دادن محدوده یک میلیون و ۳۰۰ هزار واحد به مقادیر کمتر تنزل پیدا کرد. البته بعد از یک هفته اعتراض از سوی سهامداران به دلیل ریزش بورس، شرایط بودجه و نرخ سوخت در جلسه ستاد اقتصادی دولت اندکی تعدیل شد و همین امر سبب بهبود شرایط بازار در دو روز انتهایی آذر گردید.

در مجموع فضای سرمایه‌گذاری در آذر ماه بسیار سرد بود و در مقایسه با ماه‌های قبل، ارزش معاملات با افت قابل توجهی همراه بود. برای ترسیم بهتر جایگاه کنونی بورس نسبت به گذشته، در نمودار زیر روند شاخص کل بورس طی دو سال گذشته در کنار ارزش روزانه معاملات آورده شده است.

مقایسه حرکت شاخص کل بورس با ارزش معاملات طی دو سال گذشته

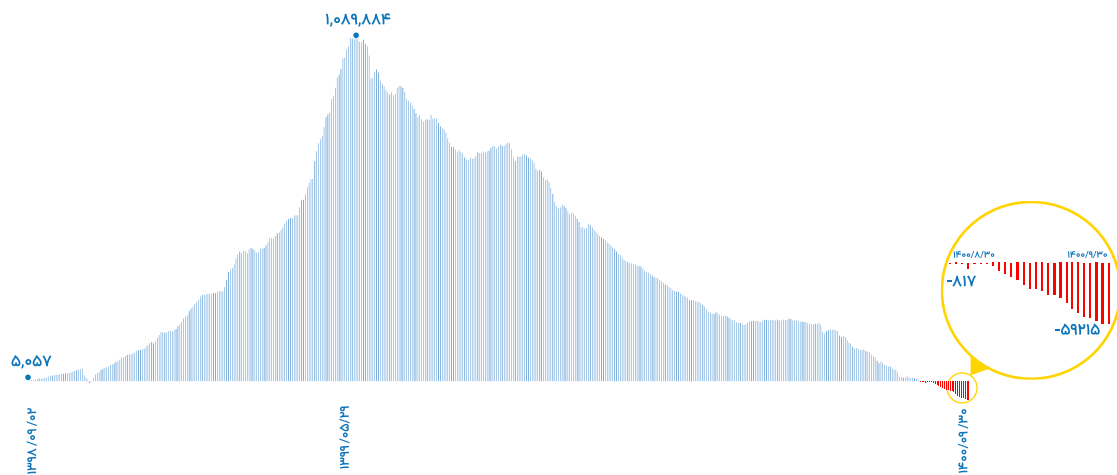


همان طور که مشاهده می‌شود با اوج‌گیری ارزش معاملات در تابستان سال ۱۳۹۹، شاخص کل بورس نیز به اوج تاریخی خود رسید که پس از آن با کاهش ارزش معاملات، شاخص کل بورس نیز وارد دوره نزولی شد. در دوره اصلاح شاخص، با افزایش مقطعی ارزش معاملات، شاخص کل بورس نیز نوسانات مثبتی را تجربه کرد؛ لیکن کماکان با روزهای اوج خود فاصله قابل ملاحظه‌ای دارد. در آخرین تلاش که بیشترین استمرار را نیز داشت، همزمان با انتخاب آقای ابراهیم ریسی به عنوان رئیس جمهور، شاخص کل بورس روند صعودی به خود گرفت و ارزش معاملات در تابستان امسال با افزایش قابل توجهی نسبت به روزهای ابتدایی سال همراه شد؛ لیکن از اواخر شهریورماه تا پایان آذرماه ۱۴۰۰ با عملی نشدن حمایت‌های وعده داده شده توسط رئیس‌جمهور، تشدید قیمت‌گذاری دستوری و افزایش ابهامات بازار سرمایه، مجدد شاهد کاهش شدید ارزش معاملات و افت شاخص کل بورس بودیم.

ورود پول حقیقی نشانگر استقبال اشخاص حقیقی از بورس است. نمودار تجمیعی ورود پول حقیقی در دو سال اخیر در تصویر زیر نمایش داده شده است. همسو با افزایش ارزش معاملات و رشد شاخص کل بورس، از ابتدای آذرماه ۱۳۹۸ تا مردادماه ۱۳۹۹ بیش از ۱۱۰ هزار میلیارد تومان پول حقیقی به صورت خالص وارد بورس شد که با شروع ریزش بورس از مردادماه تا به امروز، خالص ورود پول حقیقی به بازار سهام منفی شده است.

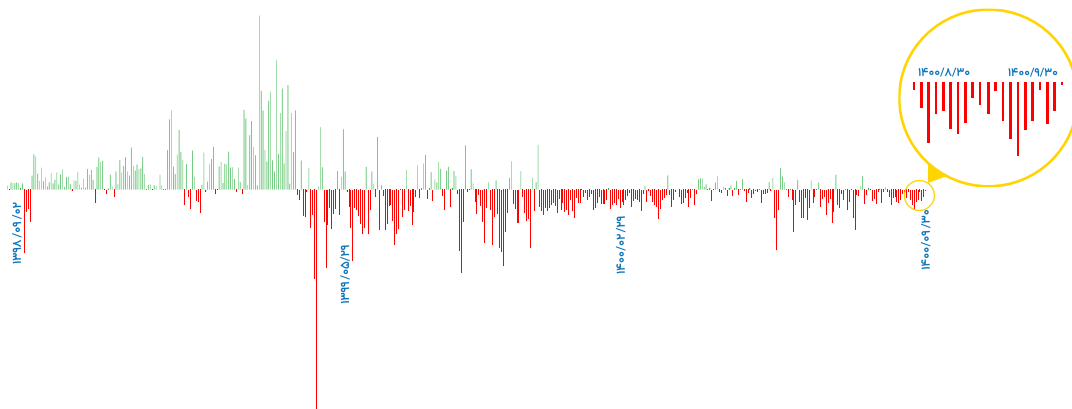
همان طور که در نمودار زیر مشهود است، از خرداد تا مردادماه امسال، نمودار هموار شده بود و تقریباً روند خروج پول حقیقی از بازار متوقف شده بود؛ اما مجدد با منفی شدن شیب نمودار از شهریورماه امسال، مقدار تجمعی ورود پول حقیقی در طی دو سال گذشته به بازار منفی شده است.

ارزش ورود و خروج تجمعی پول حقیقی طی دوسال گذشته



نمودار پالسی ورود و خروج پول حقیقی در تصویر زیر به نمایش در آمده است. همان طور که مشاهده می‌شود در فصل پاییز قریب به اتفاق پالس‌های مشاهده شده منفی بوده است که در نتیجه خروج حدود ۱۷ هزار میلیارد تومان پول حقیقی از بازار سهام برای این فصل رقم خورده است.

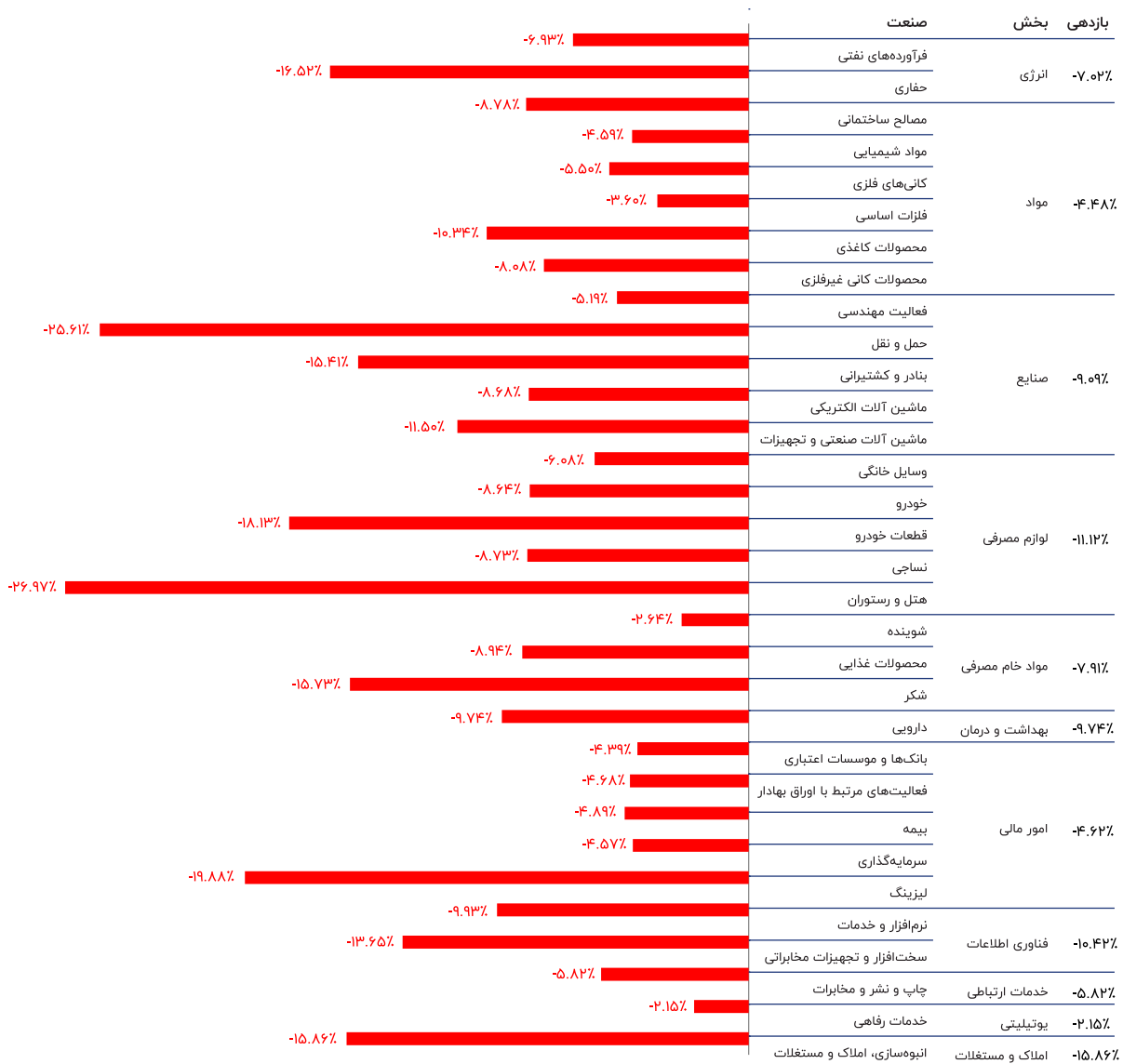
نمودار پالسی روزانه ورود و خروج پول حقیقی طی دو سال گذشته (میلیارد ریال)



## عملکرد صنایع

بازدهی شاخص کل بورس تهران، میانگین وزنی بازدهی صنایع آن است. با توجه به اخبار، گزارشات و پتانسیل‌های هر صنعت، بازدهی آن صنعت می‌تواند متفاوت با شاخص کل بورس باشد؛ در نمودار زیر بازدهی صنایع بورس با استفاده از استاندارد GICS به تفکیک برای آذر ماه آورده شده است.

### بازدهی صنایع طی ماه گذشته ▼



همانطور که مشاهده می‌شود در این ماه شاهد حرکت گروهی همه صنایع در جهت شایعات، ابهامات و اخبار منفی بودیم. به دلیل فضای بی‌رونقی حاکم، تمامی صنایع تفکیکی در این ماه بازدهی منفی ثبت کردند که این اتفاق در سال ۱۴۰۰ بی‌سابقه بوده است.

**صنعت فرآورده‌های نفتی** که در نیمه اول سال توانسته بود بازدهی خوبی را از آن خود کند و عملکرد به مراتب بهتری از شاخص کل بورس ثبت کند، در فصل پاییز به دلیل برآورده نکردن انتظارات تحلیلی، بازدهی پایین‌تری از شاخص کل بورس داشته است. با بهبود حاشیه سود فروش فرآورده‌های نفتی، انتظار می‌رود عملکرد پاییز این شرکت‌ها بهتر از تابستان باشد و مجدد مورد توجه قرار گیرند.



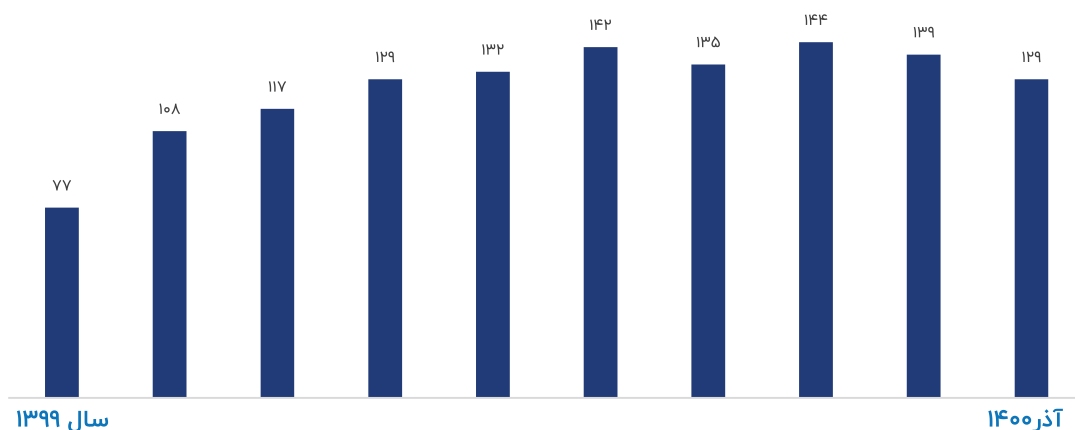
**صنعت فلزات اساسی** که بیشترین تاثیر منفی را از افزایش نرخ سوخت می‌گیرد و اخبار پیرامون این صنعت مهم‌ترین دلیل افت شاخص کل بورس بوده است، در این ماه بازدهی منفی کمتری نسبت به شاخص کل بورس داشته است.

در نمودار زیر روند قیمت هر تن شمش فولاد خوزستان به عنوان نماینده گروه فولاد آورده شده است. همان‌طور که مشاهده می‌شود، نرخ هر تن فولاد در ماه‌های اخیر با ثبات بوده است. برای ماه‌های آتی با افزایش نرخ دلار نیما و همچنین کاهش تولید ناشی از قطعی گاز، احتمالاً نرخ شمش با افزایش همراه خواهد بود.



در نمودار زیر روند قیمت هر تن شمش فولاد خوزستان به عنوان نماینده گروه فولاد آورده شده است. همان‌طور که مشاهده می‌شود، نرخ هر تن فولاد در ماه‌های اخیر با ثبات بوده است. برای ماه‌های آتی با افزایش نرخ دلار و همچنین کاهش تولید ناشی از قطعی گاز، احتمالاً نرخ شمش با افزایش همراه خواهد بود.

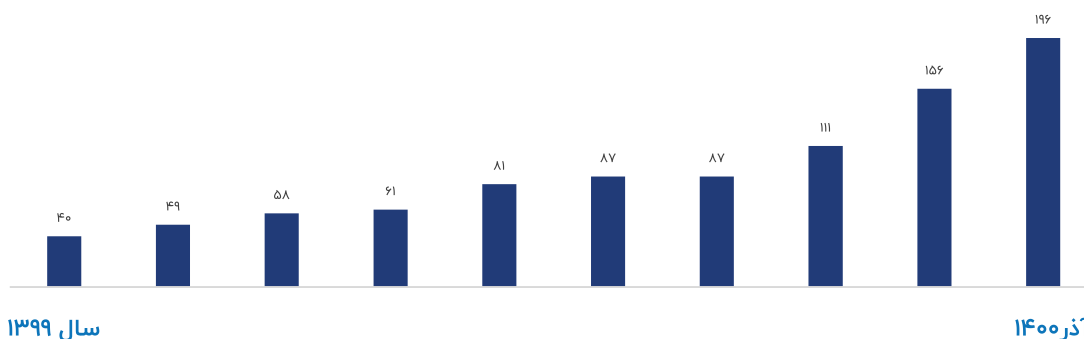
روند قیمت هر تن شمش فولاد خوزستان در بورس کالای ایران (میلیون ریال)



**صنعت شیمیایی و پتروشیمی**، که محصولات آن عموماً از مواد خام حاصل از نفت و گاز تولید می‌شوند، اولین صنعتی است که تورم ناشی از افزایش نرخ انرژی در آن پدیدار می‌شود. در ماه‌های گذشته با افزایش قابل توجه نرخ گاز و فرآورده‌های نفتی، نرخ محصولات تولیدی از این سوخت‌ها نیز با افزایش قابل توجه همراه بوده است که در نتیجه در ماه‌های گذشته بازدهی این صنعت به مراتب بهتر از شاخص کل بورس بوده است.



رشد قیمت هر تن اوره در بورس کالا ایرانی (میلیون ریال)



حساسیت روی **صنعت خودرو** در ماه‌های اخیر افزایش یافته است و بحث آزاد سازی واردات خودرو و افزایش نرخ خودروهای داخلی یکی از داغ‌ترین مباحث چند وقت اخیر بوده است. خودروهای کارخانه‌ای در ماهی که گذشت به طور متوسط ۱۸ درصد افزایش نرخ دریافت کردند؛ اما بازار از آن استقبال خاصی نکرد و سهام این گروه با افت همراه شدند.

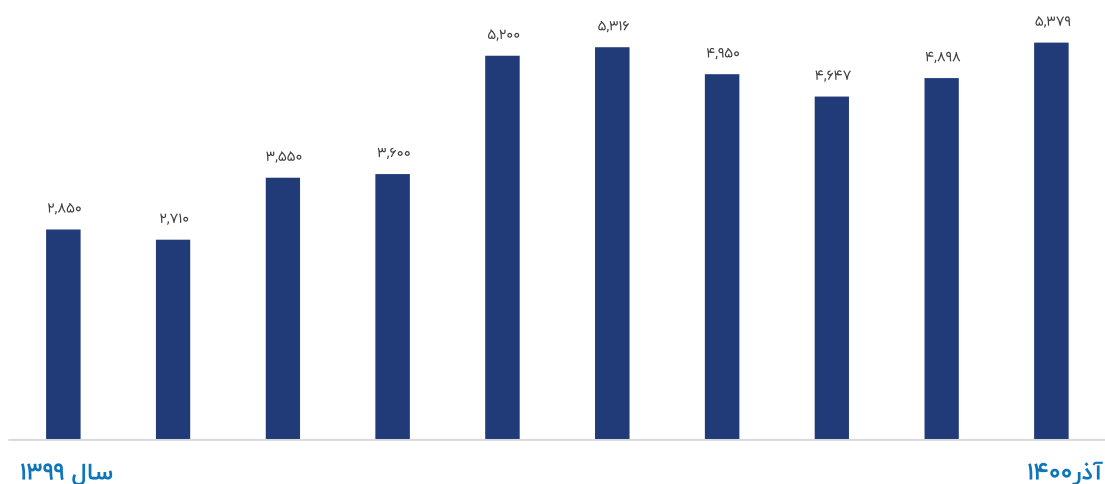


**گروه سیمان** که عمده وزن صنعت مصالح ساختمانی را تشکیل می‌دهد، یکی از صنایع خاص شش ماهه اخیر بازار سرمایه بوده است. در ابتدای تابستان بحث افزایش نرخ و فاصله‌گیری از نرخ‌گذاری دستوری در این صنعت باعث ایجاد امید به حذف نرخ‌گذاری دستوری در کلیه صنایع بازار گشت؛ لیکن با روی کار آمدن دولت جدید و تداوم قیمت‌گذاری دستوری در قالب مداخله در نظام عرضه و تقاضا در بورس کالای ایران، سهام سیمانی در بورس با افت شدید قیمتی مواجه شدند. همچنین قطعی برق در تابستان و احتمال قطعی گاز در فصل سرما این صنعت را با چالش‌های بزرگی مواجه کرده است.



جدول زیر روند قیمت هر کیلو سیمان در بورس کالای ایران را در ماه‌های گذشته با سال ۱۳۹۹ مقایسه می‌کند. کاهش تولید به دلیل قطعی گاز باعث افزایش قیمت سیمان در این ماه شده است.

روند قیمت هر کیلوگرم سیمان تهران در ماه های اخیر و سال ۱۳۹۹ ▼



سایر صنایع بازار نیز به فراخور اخبار یا تاثیرپذیری از کلیت بازار، در این ماه عملکرد متفاوت و یا برابری با شاخص کل بورس داشتند. در صنعت دارو که انتظار می‌رفت از نیمه دوم امسال با حذف ارز ۴۲۰۰ تومانی افزایش نرخ قابل توجهی دریافت کنند؛ کماکان ابهام‌های بسیاری در مورد تخصیص و یا عدم تخصیص ارز ۴۲۰۰ تومانی برای سال بعد وجود دارد. شایعات پیرامون حذف و یا تداوم توزیع ارز ۴۲۰۰ تومانی برای نهاده‌های دامی صنعت زراعت و دامپروری نیز این روزها افزایش یافته است. صنایع غذایی و روغن خوراکی نیز از ماه گذشته و با انتشار بودجه چنین وضعیتی پیدا کرده‌اند.

# بازار کالایی

رفتار اقتصادها در طی مدت مذکور به هیچ وجه طبیعی نبوده و با هر بار اوج‌گیری یا فروکش کردن تب کرونا، اقتصاد و به تبع آن بازارهای جهانی نیز دستخوش تغییرات گسترده‌ای شده است.

هیجان، التهاب، نوسان و بیش واکنشی کلماتی است که به خوبی وضع این ماه‌های بازارهای جهانی را توصیف می‌کند. با مرور وقایعی که در دو سال گذشته در دنیا رخ داده است، می‌توان نتیجه گرفت اثر اپیدمی کرونا بسیار فراتر و طولانی مدت تر از پیش بینی‌های اولیه کارشناسان بوده است. به دلیل اثرپذیری مضاعف اقتصادها

از این رویدادها، رفتار اقتصادها در طی مدت مذکور به هیچ وجه طبیعی نبوده و با هر بار اوج‌گیری یا فروکش کردن تب کرونا، اقتصاد و به تبع آن بازارهای جهانی نیز دستخوش تغییرات گسترده‌ای شده است. در شرایط غیرطبیعی این چنینی، غالب سیاست‌های اقتصادی که برای شرایط مشخص تدوین می‌شوند؛ توفیقی نخواهند داشت. در طی یک ماه اخیر، سویه جدید ویروس کرونا به نام آمیکرون (Omicron) از آفریقای جنوبی باعث ترس فعالان بازارهای جهانی شده است. در صورت انتشار ویروس در کشورهای توسعه یافته، همه تحلیل‌های کنونی از قیمت‌های جهانی ممکن است با خطا مواجه شود و بازارهای کالایی را با عواقب غیرمنتظره‌ای روبه‌رو کند؛ به عنوان مثال، در همین راستا بانک گلدمن ساکس انتظار رشد اقتصادی آمریکا در ۳ ماه اول ۲۰۲۲ را از ۳ درصد به ۲ درصد کاهش داد. هرچند باید این نکته را در نظر داشت که با مقایسه ریزش قیمت‌ها در بازارهای کالایی و مالی در سال گذشته با بحران‌های مالی قبل، مثل بحران مالی ابتدای سده ۲۰۰۰ و بحران مالی سال ۲۰۰۸ به این نتیجه می‌رسیم که جنس این گونه از بحران مالی با بحران‌های قبلی متفاوت است. در شرایطی که عادی شدن شرایط اقتصاد در بحران‌های مالی قبل به چند سال زمان احتیاج داشت، بازگشت قیمتی کالاها و بازارهای مالی ناشی از اپیدمی کرونا به مراتب به مدت زمان کمتری احتیاج دارد؛ البته بخشی از سرعت بازگشت بازارها را می‌توان به باتجربه‌تر شدن دولت‌ها در اعمال سیاست صحیح و به‌موقع در حمایت از بازارها دانست. با وجود آنکه غالب کامودیتی‌ها در حال حاضر به نسبت اوج خود در یکی دو ماه اخیر، افت قیمتی داشته‌اند؛ اما همچنان در سطح مطلوبی قرار دارند.

در بخش‌های بعد رفتار قیمتی گروه‌های مختلف کالایی در ماهی که گذشت مورد بررسی قرار می‌گیرد. به جهت درک بهتر شرایط اقتصاد جهانی در ذیل مهم‌ترین شاخص‌های اقتصادی ماه‌های نوامبر و دسامبر کشورهای آمریکا و چین به عنوان دو قطب بزرگ اقتصادی دنیا مورد بررسی قرار گرفته است.



شاخص‌ها از این جهت مهم هستند که اعمال سیاست‌های اقتصادی بر اساس آن‌ها انجام می‌گیرد و اجرای این سیاست‌ها در اقتصادهای بزرگ به شدت روی قیمت کامودیتی‌ها در سرتاسر جهان اثرگذار است.

**۱- شاخص مدیران خرید (PMI):** این شاخص نتیجه نظرسنجی از مدیران خرید در حوزه استخدام، تولید، ثبت سفارشات جدید و... با مبنای عدد ۵۰ است که نشان دهنده وجود رونق یا رکود در صنعت یک کشور است. بدیهی است افزایش سفارشات خرید و تولیدات بیشتر، باعث افزایش تقاضا، در نتیجه افزایش قیمت در محصولات جهانی می‌شود. در این حوزه آخرین شاخصی که از اقتصاد ایالات متحده انتشار یافته شاخص Flash Manufacturing PMI است که در ماه دسامبر عدد ۵۷/۸ را ثبت کرد، هرچند عدد شاخص همچنان مطلوب است؛ اما نسبت به پیش‌بینی‌ها و ماه قبل افت داشته است. لازم به ذکر است بعد از رشد پی‌در پی این شاخص در ماه‌های ابتدایی سال، در چند ماه گذشته شاخص مذکور روند نزولی به خود گرفته است. از سوی دیگر، این شاخص در چین بعد از دو ماه که زیر ۵۰ ثبت شد، علیرغم پیش‌بینی‌ها توانست خود را به بالای عدد ۵۰ برساند و در ۵۰/۱ خود را تثبیت کند.

**۲- شاخص‌های تولید ناخالص داخلی (GDP):** تولید ناخالص داخلی مهم‌ترین عامل پویایی اقتصاد و صنعت یک کشور است. در این بخش، در ماهی که گذشت؛ از اقتصاد آمریکا شاخص Final GDP که به صورت فصلی است، منتشر شد و رشد ۶/۷ درصدی را در این حوزه نشان داد. از اقتصاد چین در این حوزه شاخص Fixed Asset Investment که سرمایه‌گذاری روی دارایی‌های ثابت را اندازه‌گیری می‌کند و یکی از اجزاء تشکیل‌دهنده GDP است منتشر شد که در ادامه روند نزولی سال جاری، این ماه نیز کمتر از ماه قبل و با ۰/۲ درصد کمتر از پیش‌بینی‌ها رشد ۵/۲ درصد را ثبت کرد.

در حوزه تورم، مهم‌ترین شاخص منتشر شده از اقتصاد آمریکا شاخص قیمت مصرف‌کننده (CPI) است که تورم ماهانه مصرفی را اندازه می‌گیرد. تورم ماهانه با ۰/۱ درصد رشد، بیشتر از پیش‌بینی‌ها عدد ۰/۸ درصد را ثبت کرد. شاخص CPI چین نشان از تورم نقطه‌ای ۲/۳ درصدی در این ماه دارد که از ماه قبل بیشتر است.

## کامودیتی‌ها در ماه گذشته

**مواد معدنی:** در این گروه سنگ آهن و زغال سنگ به جهت کاربرد بسیاری که دارند؛ به عنوان مهم‌ترین عضوهای گروه شناخته می‌شوند. سنگ آهن در انتهای ماه جاری به بالای ۱۲۳ دلار به ازای هر تن رسید که بالاترین قیمت ۲ ماه اخیر است. کاهش ذخایر سنگ آهن چین و خوش‌بینی به کم شدن محدودیت‌های تولید فولادسازان با پایان فصل زمستان و اتمام المپیک زمستانه پکن در ماه آینده، محرک‌های اصلی رشد قیمتی این ماده معدنی بودند. زغال سنگ نیز بعد از روند عجیب و غریبی که در مهرماه تا اواسط آبان ماه داشت و نرخ‌های بسیار بالایی را در این دو ماه تجربه کرد، متعاقب تصمیم دولت چین برای کاهش محدودیت تولید معادن این کشور و همچنین عرضه‌های بیشتر استرالیا، این ماه روند آرام‌تری را سپری کرد و در محدوده ۳۴۰ دلار در حال معامله است.

**فولاد و فلزات پایه:** مهم‌ترین‌های این گروه فولاد، مس، آلومینیوم، سرب و روی هستند. این گروه به دلیل تولیدات انبوه و تقاضای بالای کشور چین، بیشترین اثر خود را از اقتصاد این کشور می‌گیرد. فولاد به عنوان مهمترین عضو این گروه همچنان به بازار املاک چین چشم دوخته است. سرمایه گذاری در بخش املاک چین در دو ماه گذشته از متوسط سرمایه گذاری کشور بیشتر بوده و قطعاً با افزایش رونق در این بخش که بیشترین مصرف فولاد را دارد می‌توان به افزایش نرخ شمش فولاد امیدوار بود. برای بررسی شرایط سایر فلزات می‌توان از شاخص بورس کالای لندن که از ۶ فلز رنگی با وزن مشخص تشکیل شده است کمک گرفت؛ این شاخص کمتر از یک درصد در یک ماه گذشته عقب‌نشینی داشته که نشان از ثبات قیمتی این گروه دارد.

**نفت و گاز:** قیمت نفت در پی طرح دولت آمریکا مبنی بر آزاد کردن ذخایر استراتژیک نفتی خود که ماه قبل انجام گرفت دچار شوک شد. در طی هفته‌های اخیر نیز بازار نفت تحت تاثیر ویروس آمیکرون قرار گرفته است. فعالان بازار نفت با تجربه ای که از سال قبل دارند، می‌دانند که تا چه حد این ویروس می‌تواند روی معاملات بازار نفت اثر بگذارد.

رکوردزنی قیمت گاز در ماه‌های اخیر، در منطقه یورو تبدیل به یک روند عادی شده است و گاز در بالاترین نرخ‌های تاریخ خود در اروپا در حال معامله است. گفتنی است که قیمت گاز در اروپا در سال جاری بیش از ۶ برابر شده است.

**محصولات پتروشیمی:** این گروه بیشترین وابستگی را به حامل‌های انرژی دارند. به دلیل نرخ‌های بالای انرژی، کالا‌هایی مانند اوره که ماده اولیه اصلی آن‌ها گاز است، در حال حاضر با حاشیه امنی در حال معامله هستند. این دسته از کالاها حداقل در کوتاه مدت در شرایط مطلوب قیمتی قرار دارند. جدول زیر، آخرین نرخ دلاری آذر ماه کامودیتی‌های مهم بازارهای جهانی را با آخرین نرخ ماه قبل مقایسه می‌کند:

مقایسه قیمت کالا در بازارهای جهانی- آذرماه نسبت به آبان ماه ۱۴۰۰

	قیمت ماه جاری	قیمت ماه گذشته	اختلاف	درصد تغییرات	
نفت برنت	۷۲	۷۹	-۷	-۹%	▼
اوره فوب خلیج فارس	۹۰۰	۸۳۱	۶۹	۸%	▲
متانول CFR چین	۳۱۹	۳۳۱	-۱۲	-۴%	▼
اتیلن(فوب کره)	۱۰۳۰	۱۰۷۰	-۴۰	-۴%	▼
آلومینیوم LME	۲۷۳۶	۲۶۸۲	۵۴	۲%	▲
مس LME	۹۴۵۲	۹۶۴۹	-۱۹۷	-۲%	▼
روی LME	۳۳۸۴	۳۲۳۰	۱۵۴	۵%	▲
بیلت CIS	۵۹۵	۶۳۰	-۳۵	-۶%	▼
ورق‌سرد CIS	۹۲۷	۹۶۰	-۳۳	-۳%	▼

همان طور که مشاهده می‌شود قیمت اکثر کامودیتی‌های دنیا در آذر ماه با کاهش همراه بوده است.

## بورس کالای ایران

بورس کالای ایران، در کنار اثرپذیری از نرخ‌های جهانی، از نرخ دلار و عرضه و تقاضای داخلی کالاها نیز تاثیر می‌پذیرد. اختلاف قابل توجه ۲۰ درصدی نرخ دلار نیما و بازار آزاد، حاشیه امنی برای دلار مرجع در معاملات بورس کالا ایجاد کرده است. همچنین با توجه به افزایش نرخ دلار آزاد به بالای ۳۰ هزار تومان و انتظارات مبنی بر افزایش نرخ دلار نیما، تقاضا در بورس کالا افزایش یافته است. در جدول زیر نرخ عمده کالاهای معامله شده در بورس کالای ایران در آذرماه سال جاری در قیاس با ماه قبل و نیز میانگین نرخ‌های سال قبل ارایه شده است. همانطور که مشاهده می‌شود نرخ‌های بورس کالای ایران در این ماه به دلیل چشم‌انداز تورمی، خیلی تحت تاثیر اصلاح قیمت‌های جهانی قرار نگرفته‌اند.

مقایسه قیمت کالا در بورس کالای ایران- آذرماه نسبت به آبان ماه ۱۴۰۰

تغییرات	نرخ میانگین		
	سال ۱۳۹۹ (میلیون ریال/تن)	آبان ماه ۱۴۰۰ (میلیون ریال/تن)	آذرماه ۱۴۰۰ (میلیون ریال/تن)
شمش بیلت	۷۷	۱۳۹	۱۲۹
ورق گرم	۹۳,۰۳۰	۲۱۳,۵۲۴	۱۹۹,۷۱۲
ورق سرد	۱۱۸,۸۱۰	۲۴۴,۰۵۸	۲۳۶,۵۰۵
روی	۴۷۹	۷۴۹	۷۶۱
کاتد مس	۱,۳۱۵	۲,۳۰۱	۲,۲۳۷
اوره	۴۰	۱۵۶	۱۹۶
پلی پروپیلین	۲۳۸	۴۰۸	۳۹۴
پلی اتیلن سنگین	۱۶۱	۲۹۰	۲۹۴
استایرن مونومر	۱۳۱	۳۱۳	۲۷۹



---

# **BONDS**

## اوراق بدهی در لایحه بودجه ۱۴۰۱

از مهم‌ترین معضلات اقتصاد ایران طی ۵ ساله اخیر وجود کسری بودجه دولت بوده است. وابستگی بالای بودجه به درآمدهای نفتی در تمام این سال‌ها سبب شد تا در شرایط کنونی که شیوع کووید-۱۹ و تحریم‌ها منابع نفتی اقتصاد را به شدت کاهش داده است؛ یکی از راه‌های اصلی پوشش منابع مالی دولت فروش اوراق بدهی دولتی باشد. در قانون بودجه ۱۴۰۰ منابع حاصل از فروش اوراق به ۱۳۲۵ هزار میلیارد ریال رسید. در همین راستا دولت تا انتهای آذرماه سال جاری و طی برگزاری ۲۴ حراج جمعاً ۱۱۵ هزار میلیارد ریال از طریق اوراق سلف موازی و ۴۹۰/۵ هزار میلیارد ریال از طریق انتشار اوراق مالی اسلامی تامین مالی کرده است.

طبق گزارش تفریغ بودجه ۱۳۹۹ انتشار مبلغ ۲۰۲۰ هزار میلیارد ریال اوراق صکوک مرابحه عام و اسناد خزانه اسلامی و تامین حدود ۸۵ درصد از کسری ترازهای عملیاتی و سرمایه‌ای از این محل، منجر به انتقال کسری بودجه به سال‌های آتی شده است که در صورت بازخرید این اوراق توسط سیستم بانکی و بانک مرکزی، از طریق افزایش پایه پولی و نقدینگی، منجر به افزایش تورم در سال‌های آینده می‌شود. این مساله در کنار کم شدن شوک اقتصادی ناشی از کرونا سبب شده است تا اکنون در لایحه بودجه ۱۴۰۱ سهم اوراق به ۸۸۰ هزار میلیارد ریال کاهش یابد که نسبت به قانون ۱۴۰۰ رشد منفی ۳۴ درصدی را نشان می‌دهد.

نکته حائز اهمیت آن است که در لایحه بودجه ۱۴۰۱ بندی وجود دارد که بیان می‌کند اگر سقف منابع حاصل از فروش شرکت‌های دولتی که مبلغ آن ۷۱۰ هزار میلیارد ریال است، امکان‌پذیر نبود، می‌توان به جای آن اوراق فروخت. در واقع سقف فروش اوراق تا ۱۵۹۰ هزار میلیارد ریال باز است و در حال حاضر نمی‌توان گفت سال بعد اوراق بدهی دولتی نسبت به قانون بودجه ۱۴۰۰ افزایش خواهد یافت یا کاهش.

## تورم کاهشی در پاییز

بدون شک یکی از عوامل موثر بر نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران و نرخ بهره بدون ریسک، انتظارات تورمی و تورم واقعی موجود در اقتصاد کشور است.

طبق اطلاعات منتشر شده توسط مرکز آمار ایران، تورم ماهانه آذرماه سال جاری ۱/۷ درصد اعلام شد که در مقایسه با ماه قبل، ۰/۸ واحد درصد کاهش داشته است. همچنین، تورم نقطه به نقطه در آذر ۳۵/۲ درصد بود که کاهش ۰/۵ درصدی را نسبت به آبان نشان می‌دهد.

Day's  
change

5.50

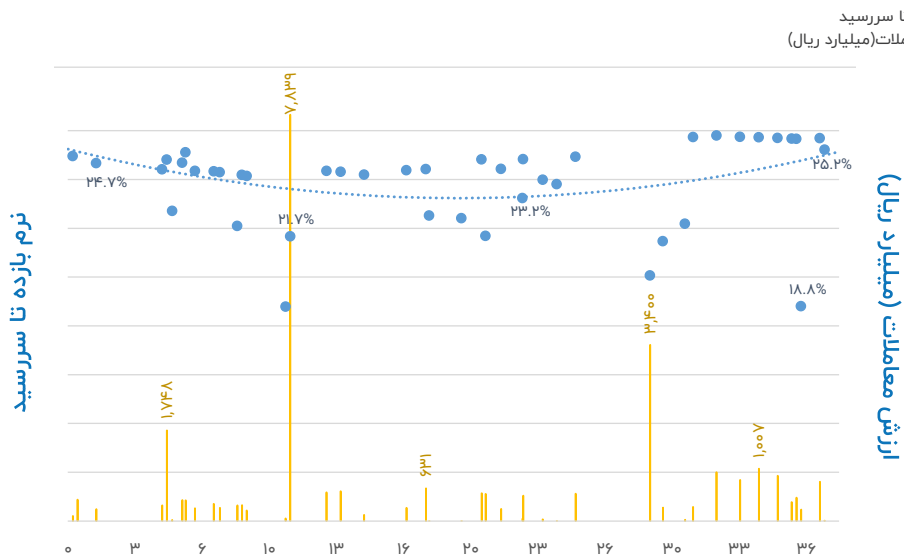
10

28

از سویی دیگر مقایسه متوسط شاخص قیمت مصرف کننده در ۱۲ ماه اخیر با مدت مشابه در سال قبل تورم میانگین را در سطح ۴۳/۴ درصد نشان می‌دهد که نسبت به ماه قبل، ۱ واحد درصد کاهش داشته است.

در حالی در فصل پاییز شاهد کاهشی بودن نرخ‌های تورم هستیم که در همین برهه زمانی نرخ دلار از ۳۰ هزار تومان عبور کرده است. با توجه به اینکه سطح عمومی قیمت‌ها همواره با نرخ دلار نسبت مستقیم داشته است؛ باید دید که آیا این روند نزولی ادامه‌دار خواهد بود یا افزایش نرخ دلار پس از مدتی اثر تورمی خود را بر قیمت کالا و خدمات خواهد گذاشت.

## ساختار زمانی نرخ بهره اوراق دولتی



### ● مقایسه حجم و ارزش معاملات بازار ابزارهای نوین مالی در ماه گذشته

شرح	مهر ماه سال ۱۴۰۰	مهر ماه سال ۱۳۹۹	درصد تغییر	از ابتدای سال تا سال ۱۴۰۰/۰۸/۳۰	مدت مشابه سال گذشته	درصد تغییر
اوراق بدهی	۴,۳۲۵,۵۷۲	۵۶۱,۹۰۵	۶۷۰٪	۲۱,۸۷۹,۰۶۳	۲,۲۵۱,۶۶۷	۸۷۲٪
صندوق سرمایه‌گذاری قابل معامله	۱۰۰,۱۱۶	۷۷,۶۷۶	۲۹٪	۸۰۲,۹۹۶	۶۶۳,۷۵۵	۲۱٪
اوراق گواهی تسهیلات مسکن	۴,۶۷۲	۱,۶۳۷	۱۸۵٪	۲۰,۹۶۸	۱۶,۹۵۹	۲۴٪

# پیش بینی بازار



## پیش‌بینی آینده بازار سهام

همان‌طور که در گزارش‌های ماه‌های اخیر عنوان شد، قیمت‌گذاری دستوری، تناقض‌گویی مسئولان و فضای پر ابهام کنونی، بیشترین تاثیر را بر بی‌اعتمادی مردم به بورس و افت بازار سرمایه داشته است. بودجه یکی از چالش‌های بازار سرمایه است. با توجه به شرایط تحریمی کشور و کاهش درآمدهای نفتی دولت، بودجه امسال ریسک بیشتری برای بازار سرمایه ایجاد کرده است. در آخرین اصلاحاتی که از سوی دولت صورت پذیرفته است، تا حدودی از ابهام‌های بودجه کاسته شده است ولی تا زمان تصویب نهایی بودجه در مجلس، کماکان ریسک بودجه فضای سرمایه‌گذاری کشور را تحت تاثیر قرار می‌دهد.

پس از بودجه و ابهامات موجود در چگونگی حذف ارز ۴۲۰۰ تومانی، مذاکرات وین و قیمت‌گذاری دستوری، دو ابهامی هستند که بر فضای سرمایه‌گذاری کشور تاثیرگذار هستند. با توجه به احتمال حذف ارز ۴۲۰۰ تومانی از اقتصاد کشور، به نظر می‌رسد برای جلوگیری از اثرات تورمی و در تداوم اقدامات پوپولیستی دولت، قیمت‌گذاری دستوری با شدت بیشتری در اقتصاد وجود داشته باشد و رانت‌هایی از این محل نصیب دلالان شود. در مورد مذاکرات وین تفاسیر متفاوتی وجود دارد و برداشت طرف ایرانی از مذاکره با طرف‌های غربی متفاوت است. حتی در صورتی که مذاکرات وین به سرانجام برسد، بعید است که مبادلات تجاری ایران با دیگر کشورها به صورت دلاری صورت پذیرد و احتمالاً مبادلات به صورت تهاتر کالا به کالا خواهد بود.

با توجه به شرایط کنونی و آخرین اظهارنظرهای مسئولان، به نظر دولت در جهت حمایت از بازار سرمایه اقدامات عملی‌تری انجام دهد و با تغییراتی که اخیراً در ستاد اقتصادی دولت به تصویب رسید، بودجه به نفع بازار سرمایه تغییر پیدا کرده است. برای نرخ دلار بازار آزاد، حتی در صورت به نتیجه رسیدن مذاکرات وین، خیلی جای افت نمی‌توان متصور بود و با حذف ارز ۴۲۰۰ تومانی، شرایط آینده کشور تورمی پیش‌بینی می‌شود. در چنین شرایطی برای پوشش ریسک تورم باید در دارایی‌ها سرمایه‌گذاری کرد. با توجه به برنامه دولت برای اخذ مالیات از هر سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها به غیر از سهام، بازار سرمایه و سهام بهترین گزینه سرمایه‌گذاری خواهد بود. حتی دولت در نظر دارد از سرمایه‌گذاری اشخاص حقوقی در سپرده‌های بانکی نیز مالیات اخذ نماید که همین موضوع باعث سرمایه‌گذاری بیشتری در بازار سرمایه می‌شود.





بازار در شرایط کنونی ارزنده ارزیابی می‌شود و انتظار می‌رود با افزایش نرخ دلار نیما و نزدیک شدن آن به نرخ دلار بازار آزاد، ارزندگی آن تقویت شود. با توجه به فرارگیری ابهامات در سراسری کاهش، برنامه حمایتی دولت از بازار سرمایه و انتشار گزارشات فصلی پاییز، انتظار می‌رود شرایط در زمستان برای بازار سرمایه بهتر باشد و بخشی از افت شاخص بورس در فصل پاییز جبران شود.

# مدیریت دارایی آسمان

## درباره آسمان

شرکت سبذگردان آسمان با هدف مدیریت دارایی اشخاص حقیقی و حقوقی، با کسب مجوز سبذگردانی اختصاصی از سازمان بورس و اوراق بهادار، در مرداد ماه سال ۱۳۹۰ فعالیت خود را آغاز کرد.

این مجموعه با تکیه بر دانش، تجربه و سوابق مدیران و کارشناسان خود در طی دوره حدود ۱۰ سال فعالیت با راه‌اندازی صندوق های سرمایه‌گذاری مختلف و ایجاد سبدهای اختصاصی برای سرمایه‌گذاران از تمامی مناطق و شهرهای ایران در تلاش است که علاوه بر شناسایی فرصت‌های رشد و سودآوری در بازار سرمایه و پلی مطمئن میان سرمایه‌گذاران و این فرصت‌ها، تجربه خوشایندی از سرمایه‌گذاری را برای مشتریان رقم بزند.

حاصل این دوره از فعالیت آسمان دستاوردها و نتایج درخشانی است که از طریق رجوع به سایت سازمان بورس و اوراق بهادار، مرکز پردازش اطلاعات مالی ایران و دیگر مراجع رتبه‌بندی و اعلام عملکرد سبذگردانی اختصاصی و صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل رصد و کنترل است.

سبذگردانی اختصاصی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری آسمان آرمانی سهام (قابل معامله در بورس با نماد آسآس - سهامی)، آسمان یکم (سهامی)، آسمان خارومیانه (مختلط)، آسمان امید (قابل معامله در بورس با نماد آسامید - با درآمد ثابت) و آسمان زاگرس (اختصاصی بازارگردانی) ابزارهای ارائه خدمات مدیریت دارایی شرکت سبذگردان آسمان است؛ این ابزارها توانسته‌اند طی حدود یک دهه فعالیت این مجموعه، همواره خود را در جمع برترین‌های بازار سرمایه نگه دارند.

## بیانیه سلب مسئولیت

محتوای این گزارش صرفاً با هدف اطلاع‌رسانی منتشر شده است و شامل هیچ‌گونه مشاوره، توصیه یا پیشنهاد سرمایه‌گذاری، یا درخواست خرید یا فروش هیچ‌گونه اوراق بهادار نیست. اطلاعات، فرضیات و نظرات بیان شده در این گزارش می‌تواند بدون اطلاع قبلی تغییر کند و آسمان در قبال دریافت‌کنندگان گزارش مسئولیتی برای بروزسانی ندارد. بنابراین اطلاع از آخرین وضعیت بازارها قبل از هر گونه تصمیم به سرمایه‌گذاری اکیداً ضروریست. اقدام به سرمایه‌گذاری صرفاً به پشتوانه محتوای این گزارش مردود بوده و لازم است برای هر سرمایه‌گذار به صورت خاص و متناسب با شرایط خودش انجام شود. اتکا به اطلاعات این گزارش صرفاً به تشخیص خواننده واگذار می‌شود. سرمایه‌گذاری توأم با ریسک است. تخصیص متنوع دارایی‌ها متضمن بازدهی نیست و ریسک زیان را به طور کامل از بین نمی‌برد.

این گزارش از طرف شرکت سبدگردان آسمان و برای ارائه به شبکه مشتریان تهیه شده است؛ مگر با رضایت کتبی آسمان، نباید مورد بازتولید یا افشا به سایر اشخاص واقع شود.



تهران، خیابان خالد اسلامبولی (وزرا)، خیابان هفتم  
(بهمن کشاورز)، شماره ۱۳، طبقه هشتم

[www.AsemanAMC.com](http://www.AsemanAMC.com)

۰۲۱-۴۱۷۹۳۰۰۰