

Niezależny Portal Finansowy
INDEPENDENT TRADER

INTELIGENTNY INWESTOR XXI WIEKU

TOM III

OD PODSTAW PO SZCZYT INTELIGENCJI INWESTOWANIA

INTELIGENTNY INWESTOR

XXI WIEKU TOM III

OD PODSTAW PO SZCZYT INTELIGENCJI INWESTOWANIA

www.inteligentnyinwestor.pl

Autor: **Trader 21**

Konsultacja merytoryczna: **Marcin Kremiec**

Projekt i skład: **FlatArt**
Wydawca: **Independent Publishing**

Inteligentnt Inwestor XXI w.
www.inteligentnyinwestor.pl

Copyright 2020© Independent Trader
ISBN 000-00-000000-0-0



Niezależny Portal Finansowy
INDEPENDENT TRADER

INTELIGENTNY INWESTOR

XXI WIEKU TOM III

OD PODSTAW PO SZCZYT INTELIGENCJI INWESTOWANIA

WYDANIE
INDEPENDENT TRADER
2019

O autorze

Trader21 – przedsiębiorca, inwestor z wieloletnim doświadczeniem na rynkach finansowych. Pierwszą firmę założył już w trakcie studiów na Uniwersytecie Warszawskim. Okazała się ona strzałem w dziesiątkę. Po kilku kolejnych latach wszystkie firmy, jakie kontrolował, zatrudniały łącznie kilkadziesiąt osób. W międzyczasie ukończył MBA na University of Illinois. Należał również do Business Centre Club (prestiżowy klub pracodawców).

W 2008 roku wycofał się z biznesów, po czym zaczął podróżować po świecie. Poznawanie innych kultur pozwoliło mu otworzyć umysł oraz całkowicie inaczej spojrzeć na otaczającą nas rzeczywistość. W ciągu kilku kolejnych lat mieszkał m.in. w Indonezji, Singapurze i na Kostaryce. Ostatecznie w 2012 roku osiadł na Majorce. Wtedy też założył bloga IndependentTrader.pl, gdzie zaczął publikować artykuły o tematyce inwestycyjnej.

Jego teksty – pisane przystępnym językiem – przyciągnęły tysiące czytelników, a blog zaczął być dostrzegany w Internecie. W 2014 roku zajął II miejsce w konkursie „Ekonomiczny Blog Roku" organizowanym przez Money.pl. Z kolei na konferencjach Invest Cuffs blog IndependentTrader.pl dwukrotnie zwyciężył w kategorii „Blog Roku" (2016, 2017), a sam autor dwukrotnie został uznany za „Osobowość Roku" (2017, 2019). W międzyczasie stworzył kurs „Inteligentny Inwestor", którego ostatnią – trzecią edycję kursanci ocenili na 9,6 w 10-stopniowej skali.

Poza działalnością związaną z blogiem Trader21 poprowadził kilkadziesiąt wykładów, wziął udział w długiej liście debat oraz udzielił setek wywiadów. Przez cały czas trzymał się zasady, że wiedza o inwestowaniu powinna być przekazywana prostym językiem, tak aby mogło z niej skorzystać jak najwięcej osób. Tym założeniem kierował się również podczas pisania książki „Inteligentny Inwestor XXI wieku".

„Ludzie popadają w szaleństwo stadami, zaś zmysły odzyskują powoli, jeden po drugim.”

Charles MacKay

„Wielkie rzeczy nie powstają w pośpiechu, ale tworzone są z szeregu małych rzeczy zgromadzonych razem.”

George Eliot (pseudonim Mary Ann Evans)

„Nigdy nie działaj na podstawie myślenia życzeniowego. Działanie bez sprawdzania faktów sprawi, że zostaniesz zmieciony wraz z tłumem.”

Jim Rogers

Spis treści

I. Budowa portfela

1. Czy warto budować portfel samodzielnie? str. 9
2. Po co nam łączenie aktywów str. 11
3. Portfel Benjamina Grahama str. 13
4. Portfel Harry`ego Browne`a str. 17
5. Portfel Marca Fabera str. 21
6. Moar, czyli koncepcja Michaela O`Higginsa str. 23
7. Różne aktywa i portfele w latach 1972-2019 str. 26
8. Różnica między PPT, a moim portfelem str. 27
9. Profile inwestorów. Czy istnieje portfel dla każdego? str. 50
10. Płynna granica między aktywami str. 55
11. Aktywa w obliczu różnych trendów inflacyjnych str. 58
12. Historia się rymuje str. 63
13. Po co nam dywersyfikacja? str. 80

II. Dywersyfikacja geograficzna

1. Obywatelstwo str. 93
2. Rezydencja podatkowa str. 94
3. Spółki zagraniczne str. 96
4. Jak w pełni wykorzystać dywersyfikację geograficzną? str. 98
5. Rachunek w banku str. 98
6. Konto brokerskie str. 99
7. Metale szlachetne str. 100

III. Optymalizacja podatkowa

1. Pytania i odpowiedzi str. 105

IV. Psychologia inwestowania

1. Ile tracimy z powodu naszych emocji str. 111
2. Anegdoty i milczące dowody str. 113
3. Jak dziennikarze mieszają inwestorom w głowach? str. 116
4. Nie ufaj ekonomistom str. 121
5. Dlaczego nie powinieneś słuchać rad bankierów centralnych? str. 124
6. Jak kreuje się wyniki lepsze od oczekiwanych? str. 129
7. Jak podchodzić do statystyk? str. 132
8. Obsesja zyskowności str. 135
9. Przesadna pewność siebie str. 137
10. Inwestowanie to maraton, a nie sprint str. 138
11. Umiejętne filtrowanie informacji poprawia wyniki inwestorów str. 141
12. Jak wzmacniać psychikę pod kątem inwestycji? str. 143
13. Kiedy zachowywać nadzwyczajną czujność? str. 153
14. Czy tłum faktycznie traci na rynkach? str. 155
15. Kierują nami nastroje str. 158
16. Nie trać głowy str. 161

12 . Historia się rymuje

Gigantyczna część majątku traconego na giełdzie pochodzi od osób, które działają dość naiwnie. W pełni ufają temu, co widzą i słyszą. Widzą rosnące notowania. Słyszą analityków i polityków, którzy przekonują, że sytuacja w gospodarce jest wyśmienita i taką pozostanie.

Następnie zostają zaskoczeni przez wydarzenia, które, jak się wydaje, były niemożliwe do przewidzenia. Spadki, panika, bankructwa firm, problemy z płynnością, zamachy stanu, wojny, głód.

W rzeczywistości część tych niespodzianek da się przewidzieć, o ile będziemy wyciągać wnioski z tego, co wydarzyło się w przeszłości. Niestety, większość inwestorów nie widzi takiej potrzeby. Albo mają zbyt mało czasu, albo są leniwi, albo uważają, że to już było i więcej się nie wydarzy.

Tymczasem…

Ci, którzy nie pamiętają przeszłości, skazani są na jej powtarzanie – George Santayana

Tak się składa, że polityką, giełdą, psychologią czy ekonomią rządzą pewne prawa, które pozostają niezmienne. W efekcie, co jakiś czas we wszystkich tych obszarach mamy do czynienia z sytuacjami podobnymi do tych z przeszłości.

To właśnie w oparciu o analizy historyczne Harry Browne stworzył portfel odporny na różne wydarzenia, przynoszący zyski niemal w każdym roku.

Nauka historii, zauważanie określonych prawidłowości, to jeden z elementów potrzebnych do odniesienia sukcesu – i to na wielu różnych obszarach. Inwestowanie jest jednym z nich.

Wiem, że analiza zdarzeń historycznych to dość trudny temat, na który wielu z Was brakuje czasu i sił. Ostatecznie po 8–10 godzinach pracy, łatwiej jest wieczorem zasiąść do jakiegoś ciekawego kryminału niż wspomnień któregoś z polityków. Dlatego też postaram się opisać trochę wniosków, które sam zdołałem wyciągnąć na bazie przeczytanych książek i artykułów. Moje przemyślenia powinny pomóc Wam w zarządzaniu portfelem.

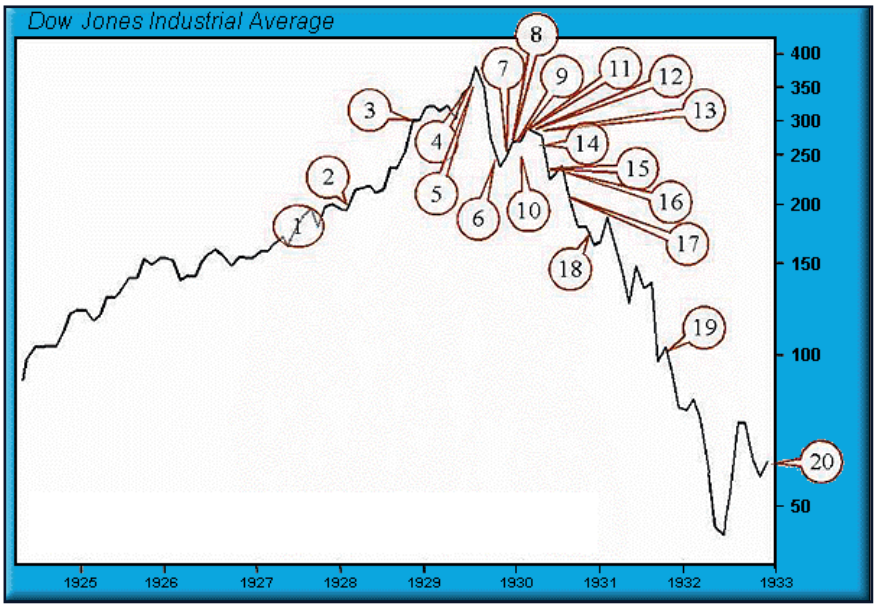
Nie ufaj politykom i bankierom

Przedstawiciele banków centralnych oraz ważniejsi politycy mają bardzo duży wpływ na rynki finansowe. W przypadku tych pierwszych można nawet stwierdzić, że ich wypowiedzi są jednym z elementów prowadzenia polityki monetarnej. W przypadku tych drugich wypowiedzi są podstawą działania – politycy skupiają się głównie na gadaniu.

Bankierzy i politycy w przygniatającej większości mają kilka cech wspólnych. Po pierwsze, są częścią systemu i muszą postępować zgodnie z określonymi zasadami. Po drugie, aby uniknąć większych komplikacji muszą dbać, aby społeczeństwo pozostawało nieświadome zagrożeń, a w razie problemów – przekonywać, że wszystko jest pod kontrolą. Robią tak, niezależnie od tego jak źle wygląda sytuacja. Chodzi o to, by uniknąć paniki wśród społeczeństwa, a jeśli to niemożliwe to odsunąć ją w czasie. Oczywiście bankierzy i politycy robią to bardzo chętnie – któż nie chciałby korzystać z przywilejów, będąc u władzy, a ewentualny kryzys przerzucić na swoich następców.

Historia rynków finansowych potwierdza, że politycy i bankierzy centralni starają się iść w zaparte i zawsze głosić dobrą nowinę. Pierwszy z brzegu przykład to lata 20. i 30. ubiegłego wieku. Wówczas mieliśmy do czynienia z szaleństwem na rynku akcji w USA. Tak długo, jak notowania indeksów rosły, wszystko było dobrze. W październiku 1929 roku

zabawa się skończyła i strach przejął kontrolę nad rynkiem. Poniższa grafika pokazuje notowania indeksu Dow Jones Industrial, z kolei numery odnoszą się do wypisanych niżej cytatów. Ich autorami są głównie politycy, bankierzy i ekonomiści.



Źródło: dircon.co.uk

1. *Za naszych czasów nie dojdzie już do żadnego krachu* – John Maynard Keynes, brytyjski ekonomista, 1927 rok.

2. *Mogę jedynie wyrazić sprzeciw wobec osób, które twierdzą, że jesteśmy świadkami szaleństwa tłumu, a dobrobyt w naszym kraju zakończy się w najbliższym czasie* – E.H.H. Simmons, prezydent nowojorskiej giełdy, 12 stycznia 1928 roku.

3. *Żaden z Kongresów USA nie działał w czasach, które cechowały się tak dobrymi perspektywami jak obecne. W kraju panuje spokój i zadowolenie, mamy za sobą rekordowo długi okres dobrobytu* – Calvin Coolidge, prezydent USA, 4 grudnia 1928 roku.

4. *Spadki cen akcji są możliwe, ale o żadnym krachu nie może być mowy* – Irving Fischer, wpływowy amerykański ekonomista, 5 września 1929 roku.

5. *Te spadki nie będą miały dużego wpływu na przedsiębiorstwa* – Arthur Reynolds, dyrektor Continental Illinois Bank of Chicago, w pierwszym dniu krachu.

…

12. *Nie ma powodów do niepokoju* – Andrew Melion, Sekretarz Skarbu, luty 1930 roku.

…

20. *Wszystkie skrzynki depozytowe w bankach oraz instytucjach finansowych zostały zabezpieczone i mogą zostać otwarte wyłącznie w towarzystwie pracownika Urzędu Skarbowego* – Franklin D. Roosevelt, prezydent USA, konfiskujący złoto obywateli w 1933 roku.

Jak widzicie, każda z tych wypowiedzi (oprócz ostatniej) była obliczona na utrzymanie spokoju w społeczeństwie. Dla ludzi będących u władzy jest to kluczowe – sytuacja nie może się wymknąć spod kontroli, a tłum nie może wyjść na ulice.

Politycy i przedstawiciele branży finansowej podczas hossy namawiają do inwestowania, bo mają z tego korzyści. Po pierwszych spadkach przekonują, że sytuacja zaraz wróci do normy. Nawet po 1,5 roku spadków są w stanie udawać, że wszystko jest w porządku. Kto zaufał im w latach 1929–1932, ten stracił nawet 90% środków (oczywiście wielu straciło wszystko, inwestując na kredyt, ale nad nimi nie zamierzam się rozczulać).

Teraz rzućmy okiem na coś bardziej aktualnego, czyli poprzednią hossę trwającą od 2003 do 2007 roku. Stała ona pod znakiem gigantycznych wzrostów na rynkach wschodzących oraz na rynku nieruchomości. Już w 2005 roku stało się jasne, że ceny domów i mieszkań są bardzo wysokie, a rynek zaczynają przejmować spekulanci (nabywali domy tylko po to, by za chwilę odsprzedać je drożej). Co wówczas mówili bankierzy centralni? Ben Bernanke po objęciu stanowiska prezesa FEDu (2006 rok) zaczął zauważać, że wzrost cen nieruchomości spowalnia. Za każdym razem dodawał jednak, że oczekuje się poprawy sytuacji w kolejnych kwartałach bądź też wymieniał czynniki, które miały doprowadzić do poprawy w gospodarce. W połowie 2007 roku Bernanke jasno dawał do zrozumienia, że ewentualne spadki w obszarze nieruchomości nie będą mieć większego wpływu na resztę gospodarki. Podkreślał również, że w 2008 roku tempo rozwoju USA powinno znowu wrócić do długoterminowej linii trendu.

Następczyni Bernanke, czyli Janet Yellen, w tamtym okresie również starała się marginalizować znaczenie bańki w nieruchomościach. W październiku 2006 roku stwierdziła, że jest to stosunkowo mała część gospodarki i ewentualne spadki cen domów i mieszkań nie będą wymagały interwencji banku centralnego.

Już pod koniec 2008 roku stało się jasne, że Bernanke i Yellen nie mieli racji. W związku z tym można było wyciągnąć jeden z dwóch wniosków: albo na prezesa FEDu wybiera się kompletnych kretynów, albo Bernanke i Yellen chcieli po prostu jak najdłużej trzymać ludzi w nieświadomości.

Warto wspomnieć jeszcze postać Larry'ego Kudlowa. To człowiek pracujący dla nowojorskiego FED-u, różnych komisji w senacie, a od marca 2018 roku przewodniczący Narodowej Rady Gospodarczej (nominacja od Donalda Trumpa). Kudlow jest znany z tego, że jego prognozy niemal zawsze okazują się błędne. Dla przykładu, w 2007 roku wykluczył możliwość wystąpienia recesji. Mimo swoich beznadziejnych i zazwyczaj zbyt optymistycznych analiz, Kudlow stale jest zapraszany przez największe media. Pokazuje to, że mainstreamowe media oraz większość polityków i bankierów tworzą koło wzajemnej adoracji. We własnym towarzystwie jest im przyjemnie, nikt nikogo nie zaskakuje pesymizmem czy wizją pęknięcia bańki na rynku. Po co straszyć ludzi, skoro można zarabiać na prowizjach, a w razie ewentualnego kryzysu stwierdzić, że nie można było go przewidzieć.

Na szczęście są również ludzie, którzy potrafią realnie oceniać sytuację. Wśród polityków są to dosłownie jednostki. Należy do nich Ron Paul, który w Kongresie USA zasiadał przez 8 kadencji. Na YouTube możecie znaleźć film z przetłumaczonym przemówieniem Paula z 2002 roku. Dokładna nazwa filmu to „Ron Paul miał rację (przemówienie z 2002 roku)". Naprawdę warto to obejrzeć, by zrozumieć, że rozsądni politycy istnieją, ale ich obecność w mediach nie jest pożądana.

Końcowy wniosek: politycy i bankierzy centralni w 95% przypadków nie troszczą się obywateli. Jeśli trwa hossa, to działają w swoim interesie, czyli utrzymują lub pompują optymizm. Kiedy dochodzi do spadków, starają się tonować nastroje, aby nie doszło do większej paniki. Jeśli inwestujecie aktywnie, nie dajcie się nabrać na ich hurraoptymistyczne opowieści. Nie chodzi mi o to, byście byli wiecznie wycofani i przygotowani na najgorsze. Celem jest ocenianie aktualnej sytuacji w sposób realistyczny.

Bańki na co drugim cyklu oraz na nowych giełdach

Temat ten omówiłem obszernie w I tomie książki, odnosząc się do migracji kapitału pomiędzy rynkiem w USA a rynkami wschodzącymi. Efektem tego zjawiska jest powstawanie gigantycznych baniek spekulacyjnych na danym rynku podczas co drugiej hossy.

1994 – bańka na rynkach EM,
2000 – bańka w USA,
2007 – bańka na rynkach EM,
2018 – bańka w USA.

Tutaj jednak chciałbym zwrócić Waszą uwagę zwłaszcza na nowe giełdy. W ich przypadku społeczeństwo jest zupełnie pozbawione wiedzy, jak zachowują się akcje. Do czego

to prowadzi? Tłum jest jeszcze silniej przekonany, że wzrosty, które trwają, będą trwały wiecznie. Wobec tego ludzie rzucają się na akcje. Jeśli zwykli inwestorzy mają dodatkowo do dyspozycji tani kredyt na zakup akcji, to możemy być pewni, że będziemy świadkami powstania gigantycznej bańki.

W 1988 roku wiele gospodarek otworzyło się na świat. Zazwyczaj oznaczało to również otwarcie giełd funkcjonujących na zdrowych, rynkowych zasadach. Na nowe giełdy dość szybko napłynął kapitał zagraniczny, co podniosło notowania lokalnych indeksów. Społeczeństwa z rynków wschodzących chętnie przyłączyły się do hossy. Efekt? Poniżej widzicie grafikę pokazującą wartość indeksu rynków wschodzących w stosunku do amerykańskiego indeksu S&P 500. Im wyżej, tym droższe są rynki wschodzące względem USA. Średnia to 0,6, natomiast odchylenie standardowe wynosi ±0,2.



Źródło: goironhorse.com

Jak widać, w latach 1988–1994 rynki wschodzące silnie drożały względem USA. Ostatecznie wartość wzrosła do 1,2, czyli trzy odchylenia standardowe powyżej średniej. Nigdy wcześniej ani później rynki wschodzące nie były tak drogie względem Stanów Zjednoczonych.

Ten scenariusz będzie się co jakiś czas powtarzał. Schemat zawsze jest ten sam. Kraj, który otwiera się gospodarczo na świat, doświadcza na początku najszybszego tempa rozwoju

gospodarczego. Zagraniczni inwestorzy, wiedząc o tym, szybko pojawiają się ze swoim kapitałem. Ich fundusze podbijają notowania, co w końcu przykuwa uwagę zwykłych ludzi, którzy chcą skorzystać na hossie. Efektem jest bańka spekulacyjna. Warto mieć ten temat na uwadze i obserwować rynki, które otwierają się na inwestycje zagraniczne. Zazwyczaj dają okazję do wypracowania świetnych wyników.

W dłuższym terminie prawa ekonomii zawsze dochodzą do głosu

Co jakiś czas słyszymy, że jesteśmy świadkami powstania „nowej ekonomii". Pseudoekonomiści, politycy i wszelkiej maści „eksperci" informują nas, że:

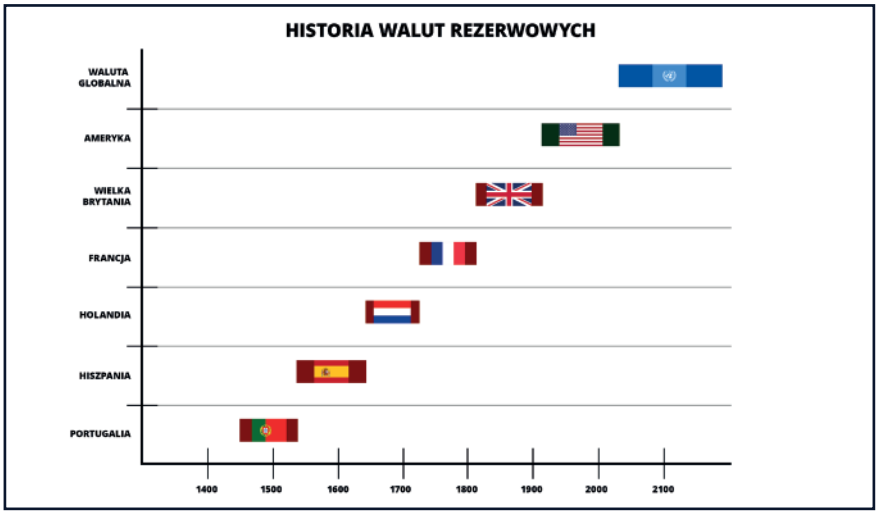
a) Hossa może trwać wiecznie,

b) Spółki technologiczne nigdy nie będą spadać,

c) Dobrobyt można po prostu dodrukować,

d) Dług nie ma znaczenia.

Zazwyczaj takie stanowiska słyszy się tuż przed jakimś poważnym kryzysem (albo przynajmniej przed początkiem problemów jednego sektora gospodarki). Chwilę później optymizm zostaje zweryfikowany przez niezmienne prawa ekonomii. Dla przykładu, dzisiaj nikt nie potrafi sobie wyobrazić świata bez dolara jako waluty rezerwowej. Tymczasem z dużym prawdopodobieństwem możemy stwierdzić, że amerykańska waluta za 30 lat nie będzie pełniła kluczowej roli w globalnej gospodarce. Co na to wskazuje? Historia oraz prawa ekonomii.



O tym, że poszczególne waluty pełniły rolę rezerwowej ok. 100 lat, pisałem już w I tomie książki. Taka wymienność walut wynikała z dylematu Triffina, który również opisałem w I tomie.

Obecnie jednak jest skrajnie nieprawdopodobne, aby dolar został zastąpiony inną walutą narodową, jak euro czy juan. Zapewne przejdziemy do systemu opartego na SDR-ach. Stanowią one połączenie kilku walut narodowych. A zatem waluta jednego kraju nie będzie już samodzielnie pełnić roli waluty rezerwowej.

Co to oznacza dla naszego portfela? W ciągu kolejnej dekady rola dolara zostanie znacząco okrojona, co wywoła wzrost ceny surowców oraz metali szlachetnych. Kończąca się era dolara to jeden z ważnych powodów, dla których moja ekspozycja na aktywa materialne jest tak duża. Z drugiej strony nie sposób stwierdzić, czy odejście od dolara nastąpi w nadchodzących latach, czy poczekamy na to aż dekadę.

Złudzenie, jakoby prawa ekonomii dało się oszukać, umocniło się w latach 2009–2019. Wśród części inwestorów pojawiło się przekonanie, że za pomocą skupu aktywów przez banki centralne oraz utrzymywania bardzo niskich stóp procentowych, hossa na giełdzie może trwać wiecznie.

Faktycznie w ostatnich latach mieliśmy do czynienia z sytuacją, w której dodruk pompował ceny akcji czy obligacji, a jednocześnie unikano hiperinflacji. Co prawda inflacja narastała, ale głównie w obrębie giełdy. Z kolei tani kredyt pozwalał czasem na rozwój, a czasem jedynie na podtrzymanie gospodarek. Niestety, dostęp do kapitału po niskim koszcie spełnia zadanie tylko do pewnego momentu. Później obywatele i przedsiębiorstwa stają się tak zadłużeni, że niezależnie od poziomu stóp procentowych, nie są w stanie podnieść swojej konsumpcji. Kiedy ona spada, spadają także zyski przedsiębiorstw i zaczynają się zwolnienia. Bezrobocie rośnie. To moment, w którym skup aktywów nie wystarcza, bo miliony zwolnionych osób nie posiadają akcji. W takiej sytuacji politycy działają dokładnie tak, jak opisałem to wyżej – odsuwają panikę w czasie. Czyli? Zwiększają zasiłki, uruchamiają pakiety pomocowe. Potrzebne jest też zwiększenie podaży pieniądza. Dodruk dociera do gospodarki i uruchamia mocny wzrost inflacji.

Co to oznacza dla naszego portfela? W warunkach wysokiej inflacji, świetnie radzą sobie metale szlachetne i surowce. Z kolei w ujęciu realnym tracą akcje i obligacje.

Póki co, większość ludzi żyje przekonaniem, że banki centralne mają wszystko pod kontrolą. Pięćdziesiąt lat temu panowała podobna opinia. Ostatecznie okazało się, że rozwój na kredyt dobiegł końca i Stany Zjednoczone musiały ogłosić techniczne bankructwo (zniesienia wymienialności dolara na złoto). W najbliższych latach takiego czegoś nie będzie. Zamiast tego będziemy świadkami ratowania systemu gigantycznym

dodrukiem. Z jakim skutkiem? Trudno to przewidzieć. Będzie to jednak okres, w którym wzrost niepewności przełoży się na wzrost ceny złota.

Wniosek: Nie ma czegoś takiego jak „nowa ekonomia". Prawa ekonomii działają tak, jak było to zawsze. Inżynieria finansowa może jedynie odsunąć ich działanie w czasie. Niestety, sami bankierzy centralni nie wiedzą, w którym momencie ich metody przestaną działać.

Odniosłem się tutaj głównie do roku 1969, natomiast trzeba podkreślić, że wywołanie inflacji może się nie udać. Możemy mieć wtedy do czynienia z typowo deflacyjnym krachem, jak w 1929 roku. Również i w tamtym przypadku złoto poradziło sobie wyśmienicie.



Niezależny Portal Finansowy

INDEPENDENT TRADER


FXCUFFS
NAJLEPSZY
W KATEGORII
BLOG
ROKU
FxCuffs 2016


FXCUFFS
NAJLEPSZY
W KATEGORII
BLOG
ROKU
FxCuffs 2017


FXCUFFS
NAJLEPSZY
W KATEGORII
OSOBOWOŚĆ
ROKU
FxCuffs 2017


INVEST CUFFS
NAJLEPSZY
W KATEGORII
OSOBOWOŚĆ
ROKU
Invest Cuffs
2019


xtb TRADING MASTERCLASS
I MIEJSCE
WYKŁAD ROKU
XTB TRADING MASTERCLASS 2018


xtb TRADING MASTERCLASS
I MIEJSCE
WYKŁAD ROKU
XTB TRADING MASTERCLASS 2019



INTELIGENTNY INWESTOR TOM I

ZAWIERA DZIAŁY:

- **Akcje**
- **Obligacje**
- **System monetarny i walutowy**



INTELIGENTNY INWESTOR TOM II

ZAWIERA DZIAŁY:

- **Metale szlachetne**
- **Surowce**
- **Nieruchomości i REIT-y**



INTELIGENTNY INWESTOR TOM III

ZAWIERA DZIAŁY:

- **Budowa portfela**
- **Dywersyfikacja geograficzna**
- **Optymalizacja podatkowa**
- **Psychologia inwestowania**



INTELIGENTNY INWESTOR TOM IV

ZAWIERA DZIAŁY:

- **Praktyczne aspekty inwestowania**
- **Moje błędy z przeszłości**
- **Przemyślenia naszych Czytelników**
- **Case Study**