



A D A M Z A R E M B A



# GIEŁDA

**Skuteczne strategie**

nie tylko dla początkujących

Wszelkie prawa zastrzeżone. Nieautoryzowane rozpowszechnianie całości lub fragmentu niniejszej publikacji w jakiegokolwiek postaci jest zabronione. Wykonywanie kopii metodą kserograficzną, fotograficzną, a także kopiowanie książki na nośniku filmowym, magnetycznym lub innym powoduje naruszenie praw autorskich niniejszej publikacji.

Wszystkie znaki występujące w tekście są zastrzeżonymi znakami firmowymi bądź towarowymi ich właścicieli.

Autor oraz Wydawnictwo HELION dołożyli wszelkich starań, by zawarte w tej książce informacje były kompletne i rzetelne. Nie biorą jednak żadnej odpowiedzialności ani za ich wykorzystanie, ani za związane z tym ewentualne naruszenie praw patentowych lub autorskich. Autor oraz Wydawnictwo HELION nie ponoszą również żadnej odpowiedzialności za ewentualne szkody wynikłe z wykorzystania informacji zawartych w książce.

Redaktor prowadzący: Barbara Gancarz-Wójcicka  
Projekt okładki: ULABUKA

Fotografia na okładce została wykorzystana za zgodą Shutterstock.

Wydawnictwo HELION  
ul. Kościuszki 1c, 44-100 GLIWICE  
tel. 032 231 22 19, 032 230 98 63  
e-mail: [onepress@onepress.pl](mailto:onepress@onepress.pl)  
WWW: <http://onepress.pl> (księgarnia internetowa, katalog książek)

Drogi Czytelniku!

Jeżeli chcesz ocenić tę książkę, zajrzyj pod adres

<http://onepress.pl/user/opinie?giessp>

Możesz tam wpisać swoje uwagi, spostrzeżenia, recenzję.

ISBN: 978-83-246-7574-6

Copyright © Adam Zaremba 2013

Printed in Poland.

- Kup książkę
- Poleć książkę
- Oceń książkę

- Księgarnia internetowa
- Lubię to! » Nasza społeczność

---

# Spis treści

---

<b>Wstęp</b>	<b>7</b>
<b>1. Strategie inwestycyjne</b>	<b>9</b>
Zbuduj własną strategię inwestycyjną	9
1. Poznaj siebie	9
Zysk i ryzyko	9
Zagadnienia podatkowe	17
Koszty transakcyjne	19
Dostępność czasu i kompetencje	19
Horyzont inwestycyjny i płynność	20
Kwestie etyczne	21
2. Dobierz właściwą strategię do swoich potrzeb	21
3. Sprawdź, czy strategia działa	21
4. Oceniaj i udoskonalaj	22
<b>2. Inwestowanie w wartość</b>	<b>23</b>
Inwestowanie w wartość — jak to działa?	24
Filtrowanie fundamentalne	26
Inwestowanie w wartość w praktyce	29
Wskaźnik ceny do zysku	32
Wskaźnik ceny do wartości księgowej	42
Wskaźnik ceny do sprzedaży	50
Stopa dywidendy	53
Czy warto inwestować w wartość?	57
<b>3. Inwestowanie we wzrost</b>	<b>61</b>
Efekt małych spółek	65
Debiuty giełdowe	80

Kupowanie wzrostu	95
Oczekiwania rynkowe	95
Analitycy	96
Wzrost historyczny	97
Jedna strategia, wiele twarzy	104
<b>4. Analiza techniczna</b>	<b>107</b>
Analiza techniczna	109
Narzędzia analizy technicznej	110
Podążanie za trendem	111
Niepodążanie za trendem	118
Strategie wartości względnej	123
Narzędzia alternatywne	124
Dlaczego analiza techniczna działa (lub nie działa)?	128
Hipoteza o efektywności rynku	128
Szum rynkowy	131
Mikrostruktura rynku	132
Modele instytucjonalne	132
Modele behawioralne	134
Czy na analizie technicznej można zarobić?	143
Systemy transakcyjne	148
Analiza techniczna — wskazówki dla inwestorów	154
<b>5. Inwestycje kontrariańskie</b>	<b>161</b>
Jak inwestują kontrarianie?	162
Wskaźniki finansowe	167
Historyczne stopy zwrotu	169
Ratingi	171
Wolumen obrotów	173
<b>6. Poleganie na ekspertach</b>	<b>177</b>
Rekomendacje maklerskie	181
Czy warto ufać rekomendacjom?	183
Co jest nie tak z rekomendacjami?	189
Jak naprawić rekomendacje?	191
Co więc z tymi rekomendacjami?	195
Fundusze inwestycyjne	195
Lucy gra na giełdzie	195
Jak zarządzać zarządzającymi?	209
Insiderzy	211
<b>7. Słowo końcowe</b>	<b>215</b>

Zbyszek bardzo długo obserwował, jak jego znajomi zarabiają krocie na giełdzie. Wreszcie podjął męską decyzję i sam postanowił zostać inwestorem giełdowym. Był to rok 2007. Kursy akcji od wielu lat systematycznie rosły, więc wyglądało na to, że akcje pozwalają zarabiać spore pieniądze. Akurat w tym samym czasie Polska wygrała możliwość organizacji mistrzostw świata Euro 2012, więc Zbyszek skonstatował, że prawdopodobnie warto postawić na branżę budowlaną. Stadiony, drogi, lotniska — ktoś będzie musiał to wszystko zbudować, a ten, kto to zrobi, zarobi na tym niemałą fortunę. Zbyszek — jako że był niedoświadczonym inwestorem — postanowił jednak skonsultować się ze znajomym. O dziwo, wszyscy wierzyli w branżę budowlaną. Co więcej, jego opinię potwierdzali również eksperci i analitycy rynku kapitałowego. Powstały nawet specjalne fundusze inwestycyjne dedykowane rynkowi budowlanemu i inwestycjom związanym z Euro 2012.

Zbyszek uznał, że wszyscy jednocześnie nie mogą się mylić. Będąc osobą niezwykle przezorną, na wszelki wypadek postanowił jednak ulokować swój portfel głównie w jednej z najbardziej renomowanych spółek budowlanych — PBG. Już wówczas branża budowlana notowana była stosunkowo wysoko — za akcje płaciło się przeciętnie 30-krotność ich zysków — jednak Zbyszek rozumiał, że gdy tylko firmy zyskają intratne kontrakty, zyski zwiększą się wielokrotnie.

*Później jednak coś zaczęło się psuć. Spółki zamiast rosnać, systematycznie traciły na wartości. Zbyszek był jednak inwestorem długoterminowym, a takich nie interesują przejściowe wahania. W 2011 roku wartość jego portfela spadła o ponad 80 proc. Zbyszek wciąż jednak starał się zachować spokój. Z jednej strony, na branżę budowlaną liczył nie tylko on, a całe rzesze inwestorów. Z drugiej strony, większość jego portfela stanowiło przecież PBG — największa i najbardziej renomowana spółka w kraju.*

*I wtedy właśnie PBG ogłosiło upadłość.*

**Morał: gdy znajdziesz się po stronie większości, to znak, że czas zmienić stronę.**

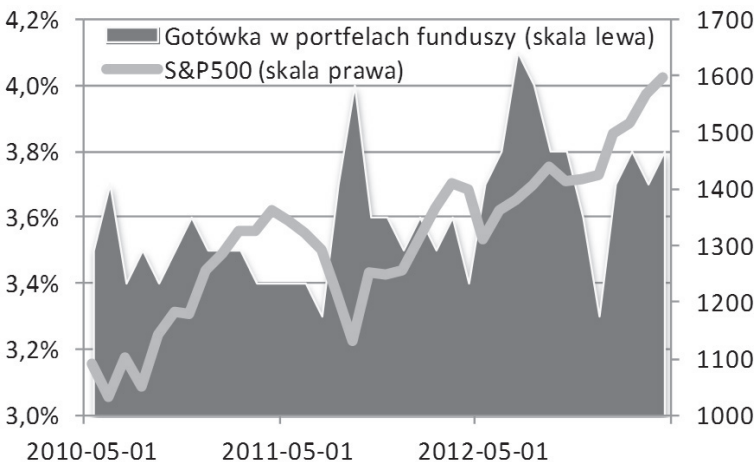
## Jak inwestują kontrarianie?

Czy dobra firma to dobra inwestycja? Czy opłaca się kupić akcje spółki, która ma chwytliwe produkty, która regularnie zwiększa zyski oraz notuje wysokie marże, a także posiada nieskazitelną reputację? Czy może lepiej skoncentrować się na czymś zupełnie odwrotnym: na spółkach nudnych, zapomnianych, zadłużonych i w kiepskiej kondycji finansowej? Choć intuicja podpowiadałaby, że drugie rozwiązanie nie jest najrozsądniejsze, prawidłowa odpowiedź nie jest już tak oczywista.

Inwestowanie kontrariańskie inaczej nazywa się „inwestowaniem przeciw większości”. Istota koncepcji polega na założeniu, że większość na giełdzie często się myli. Weźmy przykład rynku akcji w trakcie różnych etapów. Początkowo ceny są niskie, ponieważ istnieje bardzo skromny popyt. Wielu inwestorów jest zdania, że perspektywy są słabe, dlatego trzymają się z dala od rynku akcji, a oszczędności lokują w bezpiecznych aktywach: lokatach, obligacjach i tym podobnych. Innymi słowy, pesymizm większości implikuje brak zainteresowania kupnem i niskie ceny. Z czasem jednak kursy giełdowe zaczynają rosnać, a coraz większa liczba graczy wierzy w dalszą poprawę sytuacji. Niewykorzystana dotychczas w pełni gotówka powoli płynie z bezpiecznych przystani na rynek akcji. Proces ten trwa, dopóki nie zostanie osiągnięty przeciwległy

biegun. W końcowej fazie hossy zdecydowana większość inwestorów jest optymistami. Wierzą oni w dalsze wzrosty — to dlatego swoje oszczędności ulokowali na giełdzie. W rezultacie nie posiadają już rezerw wolnej gotówki. Ceny są wysokie, ponieważ popyt był duży, jednak cechą optymistów jest to, że już *kupili* akcje za swoje oszczędności, a na dalsze inwestycje nie mają wolnych środków. W rezultacie gdy inwestorzy są najbardziej optymistyczni, paliwo do wzrostów się wyczerpuje, ponieważ wszyscy zainteresowani kupili już akcje i brakuje chętnych do dalszego ich nabywania. W chwili największej euforii rozpoczynają się spadki.

Powyższy opis ma charakter raczej anegdotyczny aniżeli naukowy, jednak wskazówki potwierdzające takie zachowania wśród inwestorów można odszukać w różnego rodzaju danych. Rysunek 5.1 przedstawia poziom gotówki w funduszach inwestycyjnych w USA na tle notowań indeksu S&P500.



**Rysunek 5.1.** Poziom gotówki w funduszach inwestycyjnych w USA

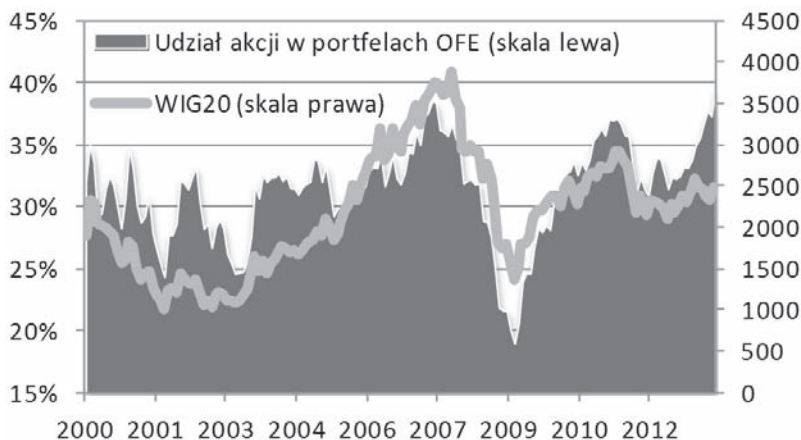
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z serwisu Bloomberg

Zwróćmy uwagę, że w okolicach giełdowych szczytów w portfelach inwestorów jest najmniej gotówki, a w okolicach dołków najwięcej. Inaczej mówiąc, gdy gracze giełdowi wypchają już swoje portfele po



brzezi akcjami, a w kieszeniach brakuje gotówki na dalsze zakupy, zwiastuje to spadki. Z drugiej strony, gdy wolnych pieniędzy w funduszach jest mnóstwo, może to sugerować przyszłe zwyżki.

Podobne tendencje można odnaleźć na polskim rynku. Rysunek 5.2 przedstawia poziom zaangażowania otwartych funduszy emerytalnych w akcje na tle najważniejszego indeksu warszawskiej giełdy — WIG-u.



**Rysunek 5.2.** Zaangażowanie OFE w akcje na tle zmian WIG-u

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KNF i serwisu Bloomberg

Nietrudno spostrzec, że OFE posiadały najwięcej akcji w portfelach wówczas, gdy giełda notowała maksima, a najmniej w okresach rynkowych dołków. Do powyższych obliczeń należy jednak podchodzić ze sporą rezerwą i nie wyciągać pochopnych wniosków, że zarządzający OFE to banda baranów, która kupuje na szczycie hossy, a sprzedaje w dołku bessy. Po pierwsze, fundusze nie kupują dlatego, że akcje są drogie, tylko akcje są drogie, ponieważ kupują je fundusze. Po drugie, warto pamiętać, że same zmiany cen rynkowych wpływają również na wartość i udział akcji w portfelach OFE. Niemniej jednak przedstawiony wskaźnik jest jednym z klasycznych indykatorów, którymi kierują się inwestorzy kontrariańscy w swoich szacunkach dotyczących tego, co robi większość.



Wbrew pozorom inwestycje kontrariańskie nie polegają na bezzwrotnym postępowaniu odwrotnie, niż robi to większość. Faktem jest, że postępując tak jak większość, odnotujemy takie wyniki jak większość. Jakkolwiek może się okazać, że w danym przypadku to akurat większość ma rację i stawiając się po stronie mniejszości, stracimy pieniądze. Podsumowując, aby być skutecznym inwestorem stosującym metody kontrariańskie, trzeba spełnić dwa warunki.

Po pierwsze, **należy postawić inaczej, niż stawia większość.**

Po drugie, **należy mieć rację, podczas gdy większość się myli.**

Spełnienie szczególnie tego drugiego warunku może okazać się niełatwe.

Metody kontrariańskie stosuje się na giełdzie w dwóch szerokich ujęciach.

1. W procesie **market timingu**, czyli próbie oszacowania, w jakiej fazie koniunktury znajduje się szeroki rynek akcji. Dzięki temu inwestor może podjąć decyzję, w jaką klasę aktywów się zaangażować. Jeżeli większość widzi przyszłość giełdy w różowych kolorach, wówczas lepiej trzymać się z daleka od giełdy, a gdy większość jest pesymistami, warto zwiększyć zaangażowanie w akcje.
2. W procesie **selekcji** spółek. Kontrariańskie narzędzia pomagają zrozumieć, które spółki większość inwestorów odrzuca, a co do których jest przesadnie entuzjastyczna. Kontrariańska filozofia nakazywałaby wówczas kupować spółki o niskim poważaniu, a sprzedawać te o dobrej renomie. Temu właśnie aspektowi inwestowania przeciw większości przyjrzymy się w dalszej części książki.

W celu odróżnienia firm „dobrych” od „złych” można się posłużyć różnymi wskaźnikami. Poniżej przyjrzymy się najpopularniejszym z nich i zweryfikujemy, czy faktycznie pozwalają nam odszukać firmy, co do których większość się myli.

## David Dreman, czyli dlaczego warto polubić nudne spółki

David Dreman to jedna z największych legend Wall Street. Stał się zyskał tym, że jako jeden z pierwszych na wielką skalę wcielił w życie kontrariańskie metody inwestowania. Zwykły on mawiać, że „inwestorzy lubią spółki ekscytujące, nudne nie cieszą się zainteresowaniem”. Przez 15 lat, w ciągu których zarządzał funduszem Dreman Value Management, średnia roczna stopa zwrotu wyniosła 16,7 proc. wobec 8,9 proc., które można było przeciętnie zarobić, inwestując w spółki z indeksu S&P500. Te kilka procent przewagi może nie być imponujące, ale jeśli weźmiemy pod uwagę fakt, że w ciągu tego całego okresu jedynie 2 lata były stratne, a aż 13 zyskowych, to długoterminowa przewaga nad indeksem w połączeniu z wyjątkową konsekwencją zaczyna robić naprawdę spore wrażenie.

Słynny inwestor był zdania, że miarą emocjonalnego nastawienia graczy giełdowych do spółek są wskaźniki rynkowe: ceny do zysku, ceny do wartości księgowej czy ceny do przepływów pieniężnych. Gdy ich wartości są wyjątkowo niskie, mogą wskazywać, że gracze w nadmiernej panice pozbywali się akcji, dotując cenę. Dodatkowo koncentrował się on głównie na dużych spółkach (powyżej 3 mld dolarów kapitalizacji), ponieważ są bardziej płynne i umożliwiają szybsze wejście i wyjście z inwestycji.

Dreman przesiewał spółki należące do 10 proc. firm mających najniższe P/E, P/CF, P/BV. Następnie starał się osobno badać każdy przypadek i znaleźć przyczyny niskiej wyceny. Dreman szukał takich przedsiębiorstw, w których niska wycena jest przesadzona, a w ostatnich pięciu latach firmy pokazywały rosnące zyski. Ostatecznie po zakończeniu całej procedury doboru spółek do portfela powinno trafić od 45 do 65 spółek z przynajmniej 15 różnych branż. Dreman nie stosował żadnych narzędzi analizy technicznej, ponieważ nie uważał ich za racjonalne. Odcinał się też od hedgingu i wykorzystywania strategii opcyjnych.

Jak każda strategia inwestycyjna, także kontrariańska technika Dremana musi oprócz sygnałów kupna obejmować również sygnały sprzedaży. W tym wypadku istnieją dokładnie trzy sygnały. Pierwszy to osiągnięcie przez spółkę wskaźnika ceny do zysku na poziomie średniej rynkowej. Drugi to niekorzystna zmiana w fundamentach spółki. Dreman jest zdania, że w takich chwilach trzeba szybko ciąć straty i pozbywać się papierów. Ostatni sygnał występuje, gdy firma przez okres od 24 do 36 miesięcy pozostaje w ciągłej konsolidacji, bez wyraźniejszych ruchów cenowych. Wówczas najlepiej sprzedać akcje i „przejąć się” na inną atrakcyjną spółkę<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Zaremba A., *Zarabiaj jak najlepsi inwestorzy giełdowi*, Parkiet, 2008.

## Wskaźniki finansowe

Pierwsza koncepcja to skoncentrowanie się na kondycji finansowej firmy. Jeżeli spółka ma niskie zadłużenie, wyższe marże, dynamiczniej rosnącą sprzedaż i wyższe wskaźniki płynności, to można przypuszczać, że inwestorzy będą na nią zerkać łaskawszym okiem aniżeli na przedsiębiorstwo z problemami finansowymi. Jakkolwiek dobra firma niekoniecznie musi okazać się dobrą inwestycją. Z jednej strony, możliwe jest, że wysoka „jakość finansowa” spółki przekłada się na jej perspektywy rozwoju, a co za tym idzie wyższe stopy zwrotu dla inwestorów. Taka strategia byłaby bardzo intuicyjna — w końcu stabilna finansowo firma wydaje się bezpieczniejszą inwestycją aniżeli jakiś podupadający trup. Z drugiej strony, możliwe jest także, iż ponieważ spółki w kiepskiej kondycji finansowej cieszą się mniejszym popytem i zainteresowaniem ze strony inwestorów, to są tańsze i mają większy potencjał wzrostu. Która teoria jest prawdziwa?

Ciekawą wskazówkę w tym zakresie daje niejaki Tom Peters, popularny autor ze Stanów Zjednoczonych, który w 1988 roku zawojował czytelników książką *In Search of Excellence: Lessons from America's Best Run Companies*<sup>2</sup>. Peters wyodrębnił w niej cechy firm, które w jego opinii są „świetnymi” firmami. Niestety, jak już zauważyliśmy, fakt, że jakaś spółka jest w świetnej kondycji finansowej, wcale nie przesądza, że okaże się świetną inwestycją. Kilka lat później inna ekspertka od rynku kapitałowego<sup>3</sup> postanowiła podzielić spółki giełdowe na spełniające kryteria Petersa i niespełniające ich. Przeciętne charakterystyki w roku analizy przedstawia tabela 5.1.

„Świetne” firmy miały wszystkie cechy liderów w swoich dziedzinach. Wyższe marże, szybszy wzrost i korzystniejsze stopy zwrotu z aktywów z pewnością świadczyły o ich niezłej kondycji finansowej.

---

<sup>2</sup> Peters T., *In Search of Excellence: Lessons from America's Best Run Companies*, Harper Collins Publishing, 1988.

<sup>3</sup> Clayman M., *Excellence revisited*, „Financial Analysts Journal”, s. 61 – 66, maj/czerwiec 1994.



# PROGRAM PARTNERSKI

GRUPY WYDAWNICZEJ HELION



1. ZAREJESTRUJ SIĘ
2. PREZENTUJ KSIĄŻKI
3. ZBIERAJ PROWIZJĘ

Zmień swoją stronę WWW  
w działający bankomat!

**Dowiedz się więcej i dołącz już dzisiaj!**

<http://program-partnerski.helion.pl>

GRUPA WYDAWNICZA

 **Helion SA**

# Droga do finansowego zwycięstwa

Skoro sięgasz po tę książkę, przypuszczalnie masz pewien kapitał, który chcesz zainwestować na giełdzie. Masz też chęci, determinację i podstawowe informacje o tym, jak działa giełda i co trzeba zrobić, by stać się giełdowym graczem... A wiesz, czym różni się zwycięski inwestor od inwestora zwyciężonego? Otóż ten pierwszy, zanim zaczął zarabiać, poznał i wybrał odpowiednią dla siebie strategię inwestycyjną. Książkę „Giełda. Skuteczne strategie nie tylko dla początkujących” możemy nazwać podręcznikiem zwycięzcy. Zawiera ona opisy najpopularniejszych strategii i technik inwestycyjnych. Wyjaśnia, jak one działają i czy rzeczywiście działają. W dodatku napisana jest przystępnym językiem, tak by lektura nie tylko Ci się przydała, lecz także była przyjemna.

## Czytaj zatem i dowiedz się, czy:

- opłaca się słuchać ekspertów;
- trend jest twoim przyjacielem;
- tania spółka oznacza okazję;
- warto szukać nowego Microsoftu;
- dobra spółka równa się dobrej inwestycji;
- istnieją metody przewidywania rynku;
- większość ma rację;
- można inwestować bez inwestowania.

**Adam Zaremba** – ekonomista, komentator rynków giełdowych i doradca inwestycyjny w renomowanych instytucjach finansowych. Doktor nauk ekonomicznych, który wykształcenie w dziedzinie finansów zdobywał między innymi na uczelniach w Europie, USA i Chinach. Autor książek o inwestowaniu, a także licznych publikacji na temat rynku finansowego. Jest samodzielnym inwestorem giełdowym z wieloletnim doświadczeniem.

PATRONI MEDIALNI:



inwestycje.pl

KAPITAŁOWY

książki **klasy** business

Nr katalogowy: 14665



Księgarnia internetowa:  
<http://onepress.pl>



Zamówienia telefoniczne:  
**0 801 339900**



**0 601 339900**

**o n e**  
p r e s s

Sprawdź najnowsze promocje:

🔗 <http://onepress.pl/promocje>

📖 Książki najchętniej czytane:

🔗 <http://onepress.pl/bestsellery>

📰 Zamów informacje o nowościach:

🔗 <http://onepress.pl/nowosci>

Helion SA  
ul. Kościuszki 1c, 44-100 Gliwice  
tel.: 32 230 98 63  
e-mail: [onepress@onepress.pl](mailto:onepress@onepress.pl)  
<http://onepress.pl>

Cena 39,90 zł

ISBN 978-83-246-7574-6



9 788324 675746