

---

# Spis treści

---

Przedmowa 13

Prolog 15

## CZĘŚĆ I

**RYNKI, STOPA ZWROTU I RYZYKO 19**

### **1. Fachowa porada 21**

Starcie Comedy Central i CNBC 21

Indeks elfów 24

Płatne porady 25

Wnioski inwestycyjne 28

### **2. Hipoteza rynku ułomnego 29**

Hipoteza rynku efektywnego a dowody empiryczne 30

Cena nie zawsze jest odpowiednia 31

Inwestycje subprime 32

Aktywa o wartości ujemnej – epizod spółek Palm i 3Com 35

Nadchodzi załamanie rynku – gdzie są wiadomości? 38

Rozziew między zdarzeniami fundamentalnymi a ruchami cen 41

Ruchy cen dyktują wiadomości finansowe 51

Szczęście czy umiejętności? Dodatek A: wyniki historyczne funduszu Renaissance

Medallion 52

Błędna przesłanka hipotezy rynku efektywnego: analogia szachowa 54

Niektórzy gracze nawet nie próbują wygrać 55

Brakujący składnik 57

Słuszne wnioski z niesłusznych przesłanek: dlaczego trudno pobić rynek 59

Diagnoza wad hipotezy rynku efektywnego 61

Dlaczego hipoteza rynku efektywnego jest skazana na śmietnik teorii ekonomicznej 62

Wnioski inwestycyjne 64

### **3. Tyrania historycznych stóp zwrotu 65**

Wyniki S&P w latach następujących po okresach wysokich i niskich stóp zwrotu 67

Konsekwencje okresów wysokich i niskich stóp zwrotu dla dłuższych horyzontów inwestycyjnych 69

Czy wybranie najlepszego sektora ma swoje zalety? 73  
 Fundusze hedgingowe: względne wyniki strategii najwyższych historycznych stóp zwrotu 79  
 Dlaczego sektory i strategie o wysokich historycznych stopach zwrotu dają tak słabe wyniki? 87  
 Chwileczkę, czyli to ma znaczyć, że...? 88  
 Wnioski inwestycyjne 94

#### **4. Błędny pomiar ryzyka 95**

Gorsze niż nic 95  
 Zmienność jako miara ryzyka 96  
 Źródło problemu 99  
 Ryzyko ukryte 101  
 Ocena ryzyka ukrytego 106  
 Mylenie zmienności z ryzykiem 109  
 Problem z wartością narażoną na ryzyko 111  
 Ryzyko aktywów: dlaczego pozory mogą mylić, czyli cena jest ważna 112  
 Wnioski inwestycyjne 114

#### **5. Dlaczego w zmienności nie chodzi tylko o ryzyko i przypadek lewarowanych funduszy ETF 116**

Lewarowane fundusze ETF: możesz się nie spodziewać tego, co dostaniesz 117  
 Wnioski inwestycyjne 124

#### **6. Pułapki historii wyników 126**

Ryzyko ukryte 126  
 Pułapka dotycząca odpowiedniości danych 126  
 Gdy dobre wyniki historyczne są złe 128  
 Pułapka polegająca na porównywaniu rzeczy nieporównywalnych 130  
 Dłuższa historia wyników mogłaby być mniej istotna 132  
 Wnioski inwestycyjne 134

#### **7. Sensowne i bezsensowne twierdzenia na temat danych statystycznych *pro forma* 135**

Wnioski inwestycyjne 137

#### **8. Ocena wyników historycznych 138**

Dlaczego sama stopa zwrotu jest bezwartościowa 138  
 Miary stóp zwrotu skorygowanych o ryzyko 142  
 Ocena wyników w postaci graficznej 155  
 Krzywa zanurzenia i wykresy dwukierunkowej krzywej zanurzenia 161  
 Wnioski inwestycyjne 165

#### **9. Korelacja: fakty i mity 167**

Definicja korelacji 167  
 Korelacja wskazuje na zależności liniowe 167  
 Współczynnik determinacji ( $r^2$ ) 169  
 Korelacje pozorne (nonsensowne) 169

- Błędne założenia dotyczące korelacji 171
- Skupienie się na miesiącach spadkowych 173
- Korelacja a współczynnik beta 176
- Wnioski inwestycyjne 178

## CZĘŚĆ II

### FUNDUSZE HEDGINGOWE JAKO FORMA INWESTYCJI 181

- 10. Powstanie funduszy hedgingowych 183**
  - 11. Fundusze hedgingowe 192**
    - Różnice między funduszami hedgingowymi a funduszami inwestycyjnymi 193
    - Rodzaje funduszy hedgingowych 196
    - Korelacja z rynkiem akcji 206
  - 12. Inwestowanie w fundusze hedgingowe: wyobrażenia a rzeczywistość 207**
    - Przesłanki inwestowania w fundusze hedgingowe 209
    - Zalety włączenia funduszy hedgingowych do portfela 210
    - Szczególny przypadek *managed futures* 211
    - Ryzyko ograniczenia się do jednego funduszu 212
    - Wnioski inwestycyjne 215
  - 13. Strach przed funduszami hedgingowymi: to ludzka rzecz 217**
    - Przypowieść 217
    - Strach przed funduszami hedgingowymi 218
  - 14. Paradoks słabszych wyników hedgingowych funduszy funduszy 223**
    - Wnioski inwestycyjne 228
  - 15. Błąd dotyczący dźwigni finansowej 229**
    - Głupota umownych zasad inwestycji 231
    - Dźwignia finansowa a preferencje inwestorów 232
    - Kiedy dźwignia finansowa jest niebezpieczna 233
    - Wnioski inwestycyjne 234
  - 16. Rachunki zarządzane: korzystna dla inwestorów alternatywa dla funduszy 235**
    - Podstawowa różnica między rachunkami zarządzanymi a funduszami 236
    - Największe zalety rachunku zarządzanego 236
    - Indywidualne rachunki zarządzane a pośrednia inwestycja na zasadach rachunku zarządzanego 237
    - Dlaczego zarządzający mieliby się godzić na rachunki zarządzane? 238
    - Czy istnieją strategie nieodpowiednie dla rachunków zarządzanych? 240
    - Ocena czterech powszechnych zastrzeżeń zgłaszanych wobec rachunków zarządzanych 240
    - Wnioski inwestycyjne 245
- Postscriptum do części II: czy stopy zwrotu funduszy hedgingowych to fatamorgana? 246**

**CZĘŚĆ III****KWESTIE PORTFELOWE 249****17. Dywersyfikacja: dlaczego 10 to za mało 251**

Zalety dywersyfikacji 251

Dywersyfikacja: kiedy jest wystarczająca? 251

Ryzyko losowości 253

Ryzyko idiosynkratyczne 255

Zastrzeżenie 256

Wnioski inwestycyjne 257

**18. Dywersyfikacja: gdy więcej znaczy mniej 259**

Wnioski inwestycyjne 263

**19. Inwestowanie w stylu Robin Hooda 264**

Nowy test 266

Dlaczego równoważenie portfela się sprawdza 270

Wyjaśnienie 271

Wnioski inwestycyjne 272

**20. Czy wysoka zmienność zawsze jest wadą? 273**

Wnioski inwestycyjne 277

**21. Zasady konstruowania portfela 278**

Problem z optymalizacją portfela 278

Osiem zasad konstruowania portfela 281

Macierz korelacji 285

Wyjdźmy poza korelację 286

Wnioski inwestycyjne 289

**Epilog. 32 spostrzeżenia inwestycyjne 291****Dodatek A. Opcje – omówienie podstaw 295****Dodatek B. Wzory na miary stóp zwrotu skorygowanych o ryzyko 299****Podziękowania 303****O autorze 305****Indeks 307**