



Niezależny Portal Finansowy

**INDEPENDENT
TRADER**

Index ▲ 1.56



INTELIĞENTNY INWESTOR

XXI WIEKU ■ **TOM I**

OD PODSTAW PO SZCZYT INTELIGENCJI INWESTOWANIA



INTELIĞENTNY INWESTOR

XXI WIEKU ■ TOM I

OD PODSTAW PO SZCZYT INTELIGENCJI INWESTOWANIA



Autor: **Trader21**

Konsultacja merytoryczna: **Marcin Kremiec**
Korekta tekstu: **Marta Jakubowska (Korekto.pl)**

Projekt i skład: **FlatArt**
Wydawca: **Smart Books**

Inteligentny Inwestor XXI wieku
www.inteligentnyinwestor.pl

Wydanie III Copyright 2020© Independent Trader
ISBN 978-83-959091-0-8



Niezależny Portal Finansowy
**INDEPENDENT
TRADER**

INTELIĞENTNY INWESTOR

XXI WIEKU ■ **TOM I**

OD PODSTAW PO SZCZYT INTELIĞENCJI INWESTOWANIA

WYDANIE III
INDEPENDENT TRADER
2020

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 (prestżowy 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 największe osób. Tym założeniem kierował się również podczas pisania książki „Inteligentny Inwestor XXI wieku”.

Rynek akcji umożliwia transfer majątku od niecierpliwych do cierpliwych.

Warren Buffett

*Cztery najbardziej niebezpieczne słowa w inwestowaniu to:
Tym razem jest inaczej.*

Sir John Templeton

Nie ma takiego okrucieństwa ani takiej niegodziwości, której nie popełniłby skądinąd łagodny i liberalny rząd, kiedy zabraknie mu pieniędzy.

Alexis de Tocqueville

Spis treści

Wstęp str. 9

I. Akcje

1. Czym jest akcja? str. 13
2. Cykle gospodarcze str. 14
3. Cykle na rynkach akcji str. 17
4. Bańka na co drugim cyklu str. 21
5. Stopy procentowe i ich wpływ na rynek akcji str. 24
6. Jak ocenić, czy akcje są drogie, czy tanie? str. 29
7. Czemu wyceny są tak piekielnie ważne? str. 44
8. Wskaźniki określające, w której fazie cyklu jesteśmy str. 53
9. Idealny moment do zakupu akcji str. 65
10. Myślenie globalne str. 67
11. Okazje, które podrzuca nam sam rynek str. 80
12. Jak technicznie inwestować w akcje? str. 84
13. Jak zarabiać na spadkach i czemu to takie trudne? str. 95
14. Kiedy kupować, czyli trochę analizy technicznej str. 100
15. Akcje – sytuacja obecna str. 106

II. Obligacje

1. Czym jest obligacja? str. 113
2. Rodzaje obligacji str. 114
3. Co wpływa na ceny obligacji? str. 117
4. Rentowność vs. cena str. 128
5. Cykliczność na rynku długu str. 133
6. Problem globalnego zadłużenia str. 135
7. Nieubłagana demografia str. 137
8. Czemu rządy systematycznie zaniżają inflację? str. 139
9. Jak banki centralne manipulują rynkiem długu? str. 141
10. Jak przeprowadza się ataki finansowe na dany kraj? str. 149

11. Obligacje korporacyjne	str. 151
12. Kiedy inwestować w dług rządowy?	str. 157
13. Kiedy inwestować w dług korporacyjny?	str. 164
14. Jak inwestować w obligacje?	str. 168
15. Czemu nie shortuję obligacji?	str. 177
16. Polski rynek długu	str. 179
17. Obligacje – sytuacja obecna	str. 181

III. System monetarny i waluty

1. Ewolucja czy destrukcja systemów monetarnych?	str. 189
2. Banki centralne i ich walka z recesją	str. 198
3. Świat po Lehman Brothers	str. 201
4. Czemu dodruk nie prowadzi do hiperinflacji?	str. 206
5. Jak kreuje się walutę?	str. 209
6. Inflacja vs. deflacja	str. 216
7. Mocna waluta vs. słaba waluta	str. 222
8. W jaki sposób przeprowadza się ataki walutowe?	str. 226
9. PKB – wskaźnik fałszujący rzeczywistość	str. 227
10. Demokracja parlamentarna, czyli jedno wielkie oszustwo	str. 234
11. Czym jest Modern Monetary Theory?	str. 236
12. Czemu ekonomiści demonizują standard złota?	str. 244
13. Czy Polska powinna wchodzić do strefy euro?	str. 247
14. Rodzaje walut	str. 250
15. Co wpływa na kurs waluty?	str. 262
16. Analiza najważniejszych walut	str. 268
17. Jak inwestować w waluty?	str. 275

7. Czemu wyceny są tak piekielnie ważne?

Gdybyście przeanalizowali moment, kiedy zwykły człowiek decyduje się na inwestycje w akcje, okazałoby się, że zazwyczaj robi to po kilku latach wzrostów, kiedy ceny akcji znajdują się na wysokich poziomach. Dlaczego tak się dzieje, opisałem już na początku książki.

Jeśli zapytalibyście wszystkie osoby z Waszego otoczenia, na jakim poziomie były wyceny, gdy kupowały lub sprzedawały akcje, to pewnie więcej niż 90% z nich nie zrozumiałoby pytania.

A to właśnie wyceny powinny być głównym czynnikiem sprawiającym, że kupujemy czy sprzedajemy akcje. Nie opinie znajomych ani sąsiadów. Na pewno nie rekomendacje pseudodoradców z banku pracujących na etacie za marne pieniądze. Ludzie w banku czy instytucji finansowej mają Wam sprzedać produkt, na którym mają największe marże czy

opłaty za zarządzanie. Dla instytucji finansowej liczy się zysk. Ich zysk, nie Wasz.

Każdy, kto inwestuje w nieruchomości, powie Wam, że za sukces odpowiadają trzy czynniki: lokalizacja, lokalizacja i jeszcze raz lokalizacja. Dla osób inwestujących w akcje kluczowym czynnikiem powinny być wyceny, wyceny i jeszcze raz wyceny. Kupując dane aktywo tanio, zwiększacie swoje szanse na zadowalające zyski i jednocześnie ograniczacie potencjał do spadków. Tyle teorii. Czas, żebym pokazał to na twardych danych.

CAPE

Zacznijmy od CAPE, czyli współczynnika cena/zysk Shillera, na przykładzie giełdy w USA i danych za ostatnie 140 lat.

CAPE - przedziały		Średnioroczna stopa zwrotu za 10 lat	Najniższa stopa zwrotu za 10 lat	Najwyższa stopa zwrotu za 10 lat
od	do			
5,2	9,6	10,30%	4,80%	17,50%
9,6	10,3	10,40%	3,80%	17,05%
10,8	11,9	10,40%	2,80%	15,10%
11,9	13,8	9,10%	1,20%	14,30%
13,8	15,7	8,00%	-0,90%	15,10%
15,7	17,3	5,60%	-2,30%	15,10%
17,3	18,9	5,30%	-3,90%	13,80%
18,9	21,1	3,90%	-3,20%	9,90%
21,1	25,1	0,90%	-4,40%	8,30%
25,1	46,1	0,50%	-6,10%	6,30%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Marca Fabera

Powyższa tabela pokazuje poziomy CAPE oraz zależne od nich stopy zwrotu w okresie 10 kolejnych lat. Z widocznych wyżej danych wynika dość prosta zależność: im niższy CAPE, tym wyższa stopa zwrotu w kolejnych latach.

Na przykład, jeżeli CAPE na początku badanego okresu znajdował się pomiędzy 5,2–9,6, to średnioroczna stopa zwrotu w trakcie kolejnej dekady wynosiła 10,3%. Żeby lepiej Wam to zobrazować, dodam, że gdybyście z budżetem 100 tys. zarabiali rocznie 10,3%, to po 10 latach zgromadzicie 266 tys. zł. To jest właśnie magia procentu składanego.

Inwestując w akcje wycenione neutralnie, kiedy CAPE znajdował się w przedziale pomiędzy 15,7–17,3, mogliście liczyć na uśredniony średnioroczny zwrot wynoszący 5,6%. Z tych samych 100 tys. zł zainwestowanych na dekadę otrzymalibyście 172 tys. zł.

Dla odmiany, jeśli te same środki zainwestowałibyście dziś w USA, gdzie CAPE wynosi 33 (skrajnie drogie akcje), to Wasze zyski będą co najwyżej symboliczne. Dane za 140 lat sugerują, że w kolejnych 10 latach amerykańskie akcje będą wypracowywać średnioroczny zwrot w wysokości 0,5%. Abyście mieli punkt odniesienia, ta sama inwestycja rzędu 100 tys. zł po 10 latach urośnie zaledwie do 105 tys. zł.

Różnica ogromna. Wejście w akcje skrajnie przewartościowane i siedzenie w nich przez dekadę przynosiło łączny zwrot rzędu 5%. Oczywiście po uwzględnieniu inflacji ten 5-procentowy zwrot zamieniłby się w stratę.

Z drugiej strony zainwestowanie kapitału przy najniższych poziomach CAPE (blisko dna bessy przy skrajnym poziomie pesymizmu) przyniosłoby Wam zysk rzędu 166%. Myślę, że teraz już rozumiecie, dlaczego wyceny są tak ważne.

W tabeli przedstawiono także najwyższe oraz najniższe stopy zwrotu. Z czego one wynikają? Najwyższe osiągało zazwyczaj przy połączeniu wysokiej inflacji podnoszącej wyceny wszystkich aktywów i migracji kapitału na rynek w USA. Najgorsze osiągało, gdy kapitał uciekał ze skrajnie przewartościowanego rynku akcji w USA w inne miejsca lub do innych aktywów, takich jak metale szlachetne czy surowce.

Najważniejsze, co Wam chce przekazać, to fakt, że jeżeli obkupicie się w akcje tanie pod względem CAPE, to macie dużo większe szanse na pokaźny zarobek niż w sytuacji, kiedy kupujecie je po skrajnie wysokich cenach. Wielokrotnie przekonywałem się, że mimo wysokich wycen giełda może jeszcze jakiś czas rosnąć. Dla odmiany aktywa tanie mogą stać się jeszcze tańsze. W dłuższym terminie jednak zakup aktywów wycenionych nisko przekłada się na bardzo pokaźne zyski.

Współczynnik cena/zysk (P/E) oraz średnioroczny zwrot z akcji na przestrzeni kolejnych 10–15 lat

CAPE absolutnie nie jest jedynym współczynnikiem dowodzącym, iż inwestycje w tanie akcje czy całe rynki przekładają się na wyższy zwrot. Bardzo ciekawe badania na ten temat przeprowadził zespół starcapital.de na bazie 17 rynków z krajów rozwiniętych w okresie 1979–2015. Tym razem wzięto pod uwagę wskaźnik P/E.

Price-to-earnings ratio

Country	Cor	0-10	10-15	15-20	20-25	25-30	>=30
France	-0.05	13.9%	9.3%	9.8%	8.4%	2.8%	7.4%
Germany	-0.48	10.1%	9.5%	7.1%	0.9%	5.9%	6.5%
Hong Kong	-0.52	9.1%	7.0%	5.4%	6.2%	6.0%	4.4%
Italy	0.38			5.6%	1.8%	-2.8%	6.1%
Japan	-0.39			8.4%	6.6%	3.1%	-1.4%
Spain	-0.13	12.7%	10.9%	10.7%	2.9%	0.8%	10.8%
Switzerland	-0.72	12.6%	11.9%	10.6%	5.9%	1.0%	2.1%
UK	-0.86	12.6%	9.3%	5.9%	1.1%	0.3%	
USA	-0.84	11.6%	12.2%	7.4%	7.7%	-0.5%	-1.1%
MSCI Indexes	-0.15	12.6%	9.4%	7.5%	5.8%	4.1%	1.0%

Źródło: starcapital.de

W górnej części tabeli podane zostały początkowe poziomy wskaźnika P/E. Poniżej każdego z nich wypisano średnioroczne zwroty z poszczególnych rynków akcji osiągane w kolejnych 10–15 latach.

Przykład interpretacji:

Kiedy wskaźnik P/E we Francji wahał się od 10 do 15, to w ciągu kolejnej dekady akcje przynosiły średnioroczny zysk rzędu 9,3%.

O ile badanie zespołu starcapital.de nie obejmuje aż tak długiego okresu jak to wcześniejsze, to korelacja jest oczywista. Inwestując w rynek akcji, gdy współczynniki cena/zysk są na najniższych poziomach (poniżej 10), możemy spodziewać się wysokich stóp zwrotu na przestrzeni kolejnych lat. Im droższe akcje, tym niższego zysku możemy oczekiwać. Zmiany oczywiście nie przebiegają liniowo, ale zależność od razu rzuca się w oczy.

Współczynnik cena/wartość księgową (P/BV) oraz średnioroczny zwrot z akcji na przestrzeni kolejnych 10-15 lat

Jeśli weźmiemy pod uwagę wyceny akcji względem wartości księgowej, to zależność jest niemalże identyczna jak w przypadku poprzednich współczynników.

Price-to-book ratio							
Country	Cor	0-1	1-1.5	1.5-2	2-2.5	2.5-3	>=3
France	-0.88	13.7%	9.8%	7.9%	8.6%	0.8%	0.1%
Germany	-0.91		10.2%	9.0%	6.9%	7.0%	0.7%
Hong Kong	-0.92	10.6%	7.7%	6.2%	5.1%	4.3%	2.7%
Italy	-0.97		6.5%	5.0%	0.9%	-2.4%	-3.4%
Japan	-0.58			0.9%	-0.4%	2.8%	-4.4%
Spain	-0.96	12.2%	11.3%	10.4%	5.1%	1.7%	0.8%
Switzerland	-0.90	11.0%	12.8%	11.1%	8.8%	6.7%	1.3%
UK	-0.97	12.9%	11.7%	7.8%	6.2%	4.6%	0.9%
USA	-0.95	13.9%	11.7%	12.6%	8.6%	7.6%	0.7%
MSCI Indexes	-0.73	14.1%	9.9%	7.7%	6.3%	4.5%	0.6%

Źródło: starcapital.de

Na największy zysk możemy liczyć, inwestując, gdy współczynnik P/BV znajduje się poniżej 1,5. Idealnie, gdy spada poniżej 1.

Poziom dywidendy

Zdążyliście się już dowiedzieć, że w przypadku poziomej dywidendy sytuacja wygląda odwrotnie niż z pozostałymi współczynnikami. Wysoki poziom dywidendy oznacza, że mamy tanie akcje, a niski – drogie.

Zakup akcji w momencie, gdy poziom dywidendy przekracza 5%, zapewniał nam historycznie średnioroczny zysk na poziomie ok. 12%. Im niższy poziom dywidendy w momencie zakupu akcji, tym niższe późniejsze zyski.

Dividend yield							
Country	Cor	0-1	1-2	2-3	3-4	4-5	>=5
France	0.73		-1.2%	7.3%	8.4%	12.1%	13.5%
Germany	0.76		0.2%	6.4%	7.9%	10.5%	10.1%
Hong Kong	0.92			4.7%	6.1%	7.5%	9.5%
Italy	0.47		-1.5%	5.7%			
Japan	0.97	-1.7%	5.4%	10.1%			
Spain	0.90		0.8%	5.0%	10.8%	10.9%	12.2%
Switzerland	0.71	1.1%	6.8%	11.9%	11.2%		
UK	0.83			0.8%	5.6%	8.2%	12.2%
USA	0.83		-0.3%	7.4%	10.8%	12.7%	11.6%
MSCI Indexes	0.60	-1.6%	4.8%	7.5%	7.9%	9.6%	12.3%

Źródło: starcapital.de

Generalnie wyceny wiążą się ze sobą. Jeżeli mamy hossę, rosną ceny akcji, a tym samym rośnie CAPE, P/BV czy P/S. Spada jednocześnie poziom dywidendy. Właśnie dlatego zależność pomiędzy różnymi współczynnikami, np. P/E czy P/BV, jest tak silna. Analizując dany rynek, powinniśmy brać pod uwagę każdy ze wskazanych wyżej współczynników.

Wyceny vs. potencjał do spadku

W akcje inwestujemy po to, aby po jakimś czasie sprzedać je po cenie wyższej niż ta, którą zapłaciliśmy. Przy okazji, kiedy akcje są w naszym posiadaniu, otrzymujemy dywidendę. Inwestowanie jednak nie zawsze przebiega tak, jak sobie założyliśmy. Mimo że wybraliśmy akcje bardzo atrakcyjnie wycenione, ich cena niekoniecznie musi od razu rosnąć. Co więcej, wielokrotnie kupowałem bardzo tanie akcje po tym, jak ich cena spadała przez miesiące czy nawet lata. Pod każdym względem były one wycenione bardzo atrakcyjnie. Mimo to po moich zakupach akcje wciąż spadały. Takie sytuacje nie są rzadkością. Ostatecznie czemu to akurat my mielibyśmy kupić je w dołku? Czemu my, a nie setki tysięcy innych inwestorów?

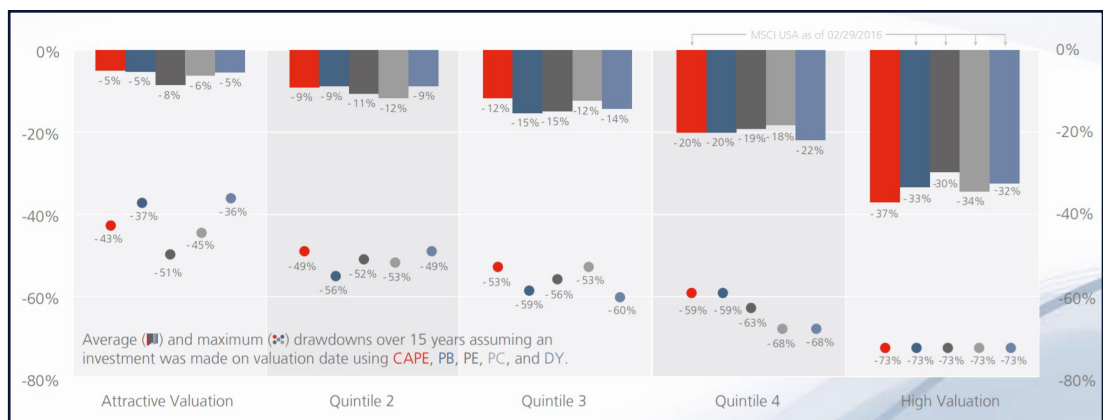
Piszę o tym, gdyż musicie być mentalnie przygotowani na straty, które od czasu do czasu zobaczycie na swoim koncie brokerskim. W długim czasie absolutna większość kupujących najsilniej zdołowane aktywa uzyskuje bardzo dobre wyniki, ale w krótkim okresie akcje tanie mogą stać się jeszcze tańsze. Pamiętajcie o tym.

Do spadku może dojść z wielu przyczyn. Począwszy od pogorszenia się sytuacji gospodarczej danego kraju czy sektora, przez geopolitykę oraz ewentualne sankcje, a kończąc na ogólnoświatowej bessie, która dotyka prawie wszystkie rynki.

W każdym razie wyceny mają znaczenie nie tylko pod względem wzrostu ceny akcji, lecz także potencjału do spadku. Mówiąc prostym językiem: im tańsze akcje kupujecie, tym ich potencjał do spadku w okresie bessy jest mniejszy.

Na potwierdzenie moich słów załączam Wam wyniki kolejnych badań pochodzących ze strony starcapital.de. Podobnie jak w opisanym wyżej badaniu, tak i tym razem wzięto pod uwagę zachowanie cen akcji w 17 krajach w okresie 1979–2015. Rynki analizowano pod kątem pięciu różnych wskaźników: CAPE, ceny do wartości księgowej, ceny do zysku, ceny do przepływów finansowych (cash flow) oraz poziomu dywidendy.

Najtańsze akcje ulokowano w koszyku 1 (lewa część wykresu), a najdroższe w koszyku 5 (prawa część wykresu).



Źródło: starcapital.de

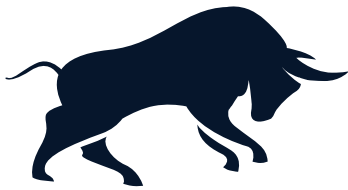
W okresach bessy akcje w krajach o najatrakcyjniejszych wycenach spadały średnio o 6% rocznie. Uczciwie trzeba dodać, że czasami dochodziło do sytuacji skrajnych, kiedy przeceny sięgały 40–50%. Zazwyczaj jednak średnia wartość spadku wahała się na poziomie 5–8% rocznie.

Zupełnie inaczej te wartości prezentują się dla krajów, gdzie mieliśmy do czynienia z wysokimi wycenami czy wręcz bańką spekulacyjną. W przypadku takich rynków średnie spadki oscylowały wokół 33%, natomiast rekordowe przeceny sięgały 73% rocznie!

Tak na marginesie, jeśli Wasze aktywo traci 50%, to aby odrobić straty, musicie zarobić

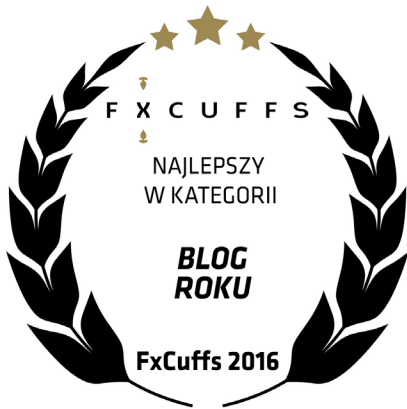
100%. Z kolei jeśli stracie 73%, to żeby wyjść na zero, musicie wypracować zysk rzędu 370%.

Jak widać, różnica jest spora. Jeżeli inwestując w grupę krajów o najniższych wycenach, traficie na gorszy okres dla akcji, uśrednione straty nie powinny przekroczyć 8% w ujęciu rocznym. Tymczasem, podłączając się pod manię w złym momencie, w łatwy sposób możecie utracić ponad 1/3 zainwestowanego kapitału. Po takich stratach zdrowy rozsądek u wielu inwestorów odejdzie na bok, a jego miejsce zajmie strach, co doprowadzi do pozbycia się wszystkich akcji. Czy to będzie błąd? Nie wiem. Ciężko to ocenić. Łączna skala spadków dla bardzo drogich akcji łatwo może przekroczyć i 70%. Ogromnym błędem jest natomiast sam zakup skrajnie przewartościowanych akcji lub niepozbycie się ich zawczasu.



Niezależny Portal Finansowy

**INDEPENDENT
TRADER**

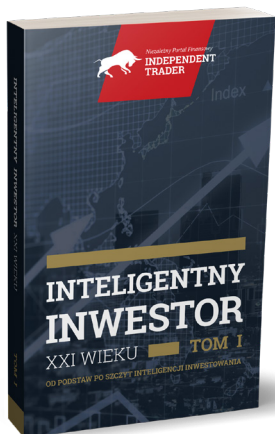


 xtb TRADING MASTERCLASS



 xtb TRADING MASTERCLASS

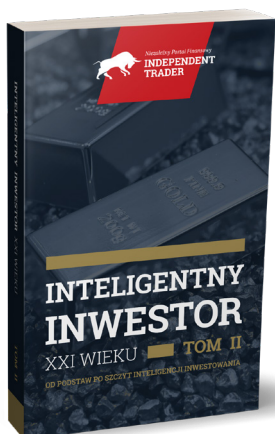




INTELIGENTNY INWESTOR TOM I

ZAWIERA DZIAŁY:

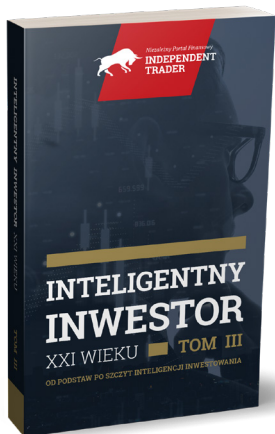
- Akcje
- Obligacje
- System monetarny i waluty



INTELIGENTNY INWESTOR TOM II

ZAWIERA DZIAŁY:

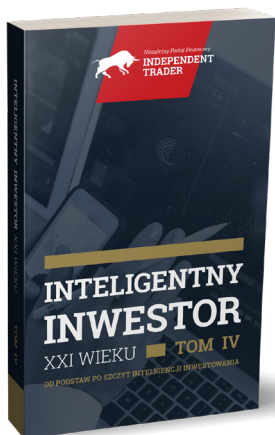
- Metale szlachetne
- Surowce
- Nieruchomości i REIT-y



INTELIŻENTNY INWESTOR TOM III

ZAWIERA DZIAŁY:

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



INTELIŻENTNY INWESTOR TOM IV

ZAWIERA DZIAŁY:

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

INTELIWENTNY INWESTOR TOM I

Co jest ważniejsze – rynek akcji czy obligacji? Jak określić czy akcje są drogie czy tanie? Jak to możliwe, że ceny obligacji rosną od niemal 40 lat? Jak kreuje się walutę? Na czym opiera się obecny system monetarny? Z czego wynika fakt, że waluta jednego kraju jest tania, a innego droga? Czy banki centralne mogą sprawić, że ceny akcji będą rosły w nieskończoność?

W rzeczywistości to tylko kilka z długiej listy pytań na które odpowiedź znajdziecie w pierwszym tomie książki „Inteligentny Inwestor XXI wieku”.

Trader21, inwestor i bloger, zjednął sobie sympatię dziesiątek tysięcy Czytelników, pisząc o inwestowaniu w bardzo prosty sposób. Od lat przekazuje wyłącznie praktyczną wiedzę, unikając akademickiego bełkotu. Na swoim blogu opublikował ponad 1100 artykułów będących efektem 15 lat doświadczeń w roli inwestora. Zebraną wiedzę postanowił przedstawić w formie książki.

Jeśli szukacie poradnika, który w ciągu roku uczyni Was rentierem – szukajcie dalej. Jeśli jednak pragniecie wiedzy, która pozwoli Wam pomnażać środki na rynkach finansowych – ta książka to wybór najlepszy z możliwych.

www.inteligentnyinwestor.pl

PARTNERZY



Stowarzyszenie
Inwestorów
Indywidualnych



EXANTE

**INTELIWENTNY
INWESTOR**
XXI WIEKU



1 książka = 1 positek
www.pajacyk.pl

ISBN 978-83-959091-0-8



9 788395 909108