Autor je hlavní makléř **Patria Finance**

Pavol Mokoš

DEN, KDY JSEM ZAČAL VYDĚLÁVAT NA BURZE

JAK POROZUMĚT PSYCHOLOGII INVESTOVÁNÍ



Proč většina investorů na trhu prohrává – a jak to dělat jinak

GRADA®

Pavol Mokoš

DEN, KDY JSEM ZAČAL VYDĚLÁVAT NA BURZE

JAK POROZUMĚT PSYCHOLOGII INVESTOVÁNÍ



Proč většina investorů na trhu prohrává – a jak to dělat jinak

GRADA®

Upozornění pro čtenáře a uživatele této knihy
Všechna práva vyhrazena. Žádná část této tištěné či elektronické knihy nesmí být reprodukována a šířena v papírové, elektronické či jiné podobě bez předchozího písemného souhlasu nakladatele. Neoprávněné užití této knihy bude ***trestně stíháno****. Automatizovaná analýza textů nebo dat ve smyslu čl. 4 směrnice 2019/790/EU a použití této knihy k trénování AI jsou* ***bez souhlasu nositele práv zakázány****.*

Pavol Mokoš

Den, kdy jsem začal vydělávat na burze

Jak porozumět psychologii investování

Vydala Grada Publishing, a.s.
U Průhonu 22, 170 00 Praha 7
tel.: +420 234 264 401
www.grada.cz
jako svou 10 715. publikaci

Odpovědný redaktor Mgr. Dagmar Pilařová
Grafická úprava a sazba Eva Hradiláková
Návrh a zpracování obálky Lucie Skořepová
Foto na obálce handal/Adobestock.com, 2026
Počet stran 224
První vydání, Praha 2026
Vytiskla TISKÁRNA V RÁJI, s.r.o., Pardubice

© Grada Publishing, a.s., 2026

Názvy produktů, firem apod. použité v knize mohou být ochrannými známkami nebo registrovanými ochrannými známkami příslušných vlastníků.

ISBN 978-80-271-8719-5 (ePub)
ISBN 978-80-271-8718-8 (pdf)
ISBN 978-80-247-2153-8 (print)

Obsah

O autorovi 7

Úvod 9

1. Jak funguje burza 13
   - 1.1 Teorie efektivních trhů 15
   - 1.2 Jak se tvoří cena na burze 21
   - 1.3 Praktický příklad aneb Beznadějné hledání příčiny za každým cenovým pohybem 32
   - 1.4 Prodej na krátko 35
   - 1.5 Jaké dlouhodobé zhodnocení na akciové burze je reálné 38
   - 1.6 Závěrečné postřehy 42

2. Konvenční chyby při obchodování 47
   - 2.1 Přikládání hodnoty věcem, které obchodujete 48
   - 2.2 Supermarketová psychologie aneb Kupování levných akcií 52
   - 2.3 Akcie mohou jít jen nahoru, stačí mít dostatek trpělivosti 59
   - 2.4 Obchodování na burze přece zvládne každý 60
   - 2.5 Absence strategie 63
   - 2.6 Následování analytiků a jiných tržních guru 63
   - 2.7 Čím více informací, tím lépe… Opravdu? 70
   - 2.8 Příliš velké pozice a problémy s risk managementem 72
   - 2.9 Nezadávání stop lossů a citová vazba na akcie 74
   - 2.10 Netrpělivost aneb Příliš rychlý prodej ziskových pozic 79
   - 2.11 Obchodování v emociálně rozkolísaném stavu 81
   - 2.12 Neschopnost reálně zhodnotit výsledky strategie a odmítání reality 82
   - 2.13 Nerealistická očekávání 87
   - 2.14 Neuvážené a nadměrné využívání páky (gambling) 88
   - 2.15 Overtrading (nadměrné obchodování) 90

2.16 Přílišná diverzifikace ... 93
2.17 Obchodování pro uspokojení ega ... 97
2.18 Obchodování přes výsledky ... 99

3. Psychologie investování ... 105
3.1 Různé druhy kognitivních zkreslení ... 111
3.2 Emoce při rozhodování na burze ... 123
3.3 Optimální sebevědomí ... 129
3.4 Jak zlepšovat svou psychologickou stránku investování ... 134
3.5 Vůle a disciplína ... 139
3.6 Psychologie investování v praxi ... 147

4. Technická versus fundamentální analýza ... 153
4.1 Hodnotové investování ... 155
4.2 Hodnotové versus růstové akcie ... 159
4.3 Fundamentální analýza a oceňování akcií ... 162
4.4 Technická analýza ... 170
4.5 Technika versus fundament ... 176

5. Tvorba strategie ... 181
5.1 Gnóthi seauton – poznej sám sebe ... 182
5.2 Snášení volatility ... 187
5.3 Moje investiční strategie ... 191
5.4 Risk management ... 207
5.5 Edge – vaše výhoda vůči ostatním ... 212

Závěr ... 217

Literatura ... 219

O autorovi



Pavol Mokoš, hlavní makléř Patria Finance, pracuje v oboru investování víc než 18 let. Jeho kariéra je úzce spjata s touto investiční společností, kde strávil více než 15 let. Vystudoval národohospodářskou fakultu VŠE v Praze. Začínal jako hodnotový investor se zaměřením na konzervativní a dividendové tituly, ale postupně konvertoval k technické analýze. Má zkušenosti s tisícovkami investorů a pravidelně pozoruje jejich reakce na různé burzovní události. Kromě cenných zkušeností z tisícovky obchodů jak na vlastní účet, tak na účet klientů má i teoretické znalosti z více než 200 odborných knih o investování, tradingu a psychologii investování. Právě čtení knih o investování ho přivedlo k myšlence napsat tuto knihu. Vedle čtení knih a sportování je jeho celoživotní vášní překonávání akciových indexů a neustálé prověřování a zlepšování svých investičních strategií. K tomu patří i nikdy nekončící náročná práce na odbourávání svých zkreslení a nedostatků a na posilování investiční disciplíny.

Úvod

„Muž si může vybrat z různých způsobů,
jak se zbavit svého bohatství – nejrychlejší je kasino,
tou nejpříjemnější cestou jsou krásné ženy
a tou nejhloupější je burza."

André Kostolany

V roce 2008 jsem nastoupil do Patria Finance a tím jsem oficiálně odstartoval svou kariéru v investičním byznysu. Na pozici burzovního makléře jsem tam setrval až do konce roku 2017, kdy jsem se rozhodl burzovní svět definitivně opustit. V období 2018–2020 jsem sešel z cesty od akcií k alternativním investicím. Uvěřil jsem nesprávným lidem, a tak ačkoli bych jako finanční odborník měl své klienty před takovými lidmi chránit, připravili je mé rady o peníze. Tato odbočka od akciového světa stála mě – a hlavně mé klienty, kteří mi věřili – spoustu peněz.

Můj odchod z akciového světa na konci roku 2017 se s nástupem covidu-19 v roce 2020 ukázal jako kardinální chyba. Obrátit se na alternativní investice, kde jsem se stal závislým na obchodních dovednostech vybraných majitelů a ředitelů firem nebo fondů, bylo špatné rozhodnutí. Bylo příjemné zbavit se zodpovědnosti za investiční rozhodování a přenechat ho jiným „povolaným" lidem. Zní to hezky, ale má to jeden velký háček. Když ten „povolaný" expert selže a přivede vaši investici de facto přes noc k úplnému krachu, už není možné reagovat. Velice těžkou cestou jsem se poučil, že už nikdy nechci být při investování zodpovědný za to, že se někdo jiný bude chovat zodpovědně a čestně. V tom mohu být zodpovědný pouze sám za sebe. Samozřejmě že i management firmy kotované

na burze může selhat. V akciovém světě se ale tato nízká kompetence okamžitě projevuje i v ceně akcií. Tento propad vás rychle varuje, že něco není v pořádku, a v drtivé většině případů má akcionář šanci včas odejít s nějakou hratelnou ztrátou.

Poté co hned několik z těchto „konzervativních" alternativních investic skončilo v roce 2020 na pokraji krachu, ocitl jsem se psychicky, profesně i finančně v doposud nejtěžší životní situaci. Jak už to v životě bývá, člověk má v těchto těžkých situacích na výběr dvě možnosti. Buď se pranýřovat a vyčítat si tento obrovský přehmat, nebo nadávat na neschopnost ostatních a utápět se v sebelítosti a vzteku na nespravedlivý svět. Nebo to člověk může vzít jako školu života a nahlížet na to jako na příležitost poučit se a dělat věci lépe. Já jsem se naštěstí postupně zhruba za rok propracoval ke druhé variantě, k čemuž rozhodující mírou přispělo velice intenzivní čtení odborných knih.

Na návrat do světa finančních trhů a akcií jsem v tu chvíli neměl ani pomyšlení, ale postupně se to začalo ukazovat jako jediná cesta vpřed. Po téměř roce trápení a doufání, že se věci přece jen obrátí k lepšímu, jsem v létě 2021 dostal nabídku vrátit se zpět do světa akcií do Patria Finance, kde jsem strávil své nejlepší roky. Když jsem ale tuto firmu po téměř deseti letech opouštěl, byl jsem vyhořelý a unavený z věčného burzovního kolotoče. Neměl jsem za sebou žádné velké úspěchy na burze a těch pár věcí, které se povedly, bylo více než vyváženo bolestí z investic, jež se nepovedly.

Když jsem se rozhodl vrátit k tradingu, věděl jsem, že tentokrát musím změnit úplně všechno. Minulé zkušenosti mi ukázaly hlavně to, co nefunguje – ale jasná a funkční strategie mi chyběla. Do burzovního světa jsem se vrátil s pokorou a odhodláním začít znovu. Odpovědi jsem začal hledat v knihách o tradingu a investování. V knihách se dokola opakoval popis chyb, které dělá většina investorů, a já se jim až děsivě podobal. Bylo mi jasné, že v tomto kurzu pokračovat nechci. Naprostý zlom při formování mé investiční strategie přišel v den, kdy jsem si přečetl jednu knihu o obchodování s akciemi. Více si o ní povíme později.

Přibližně ve stejné době mě ovlivnil i další bestseller od slavného spisovatele Laurenta Gounella. Ten ve své knize *Den, kdy jsem se naučil žít*

popisuje, jak bezprostřední hrozba smrti změní hlavnímu hrdinovi ze dne na den celou životní filozofii. Podobně jako v životě to chce i v této knize čas, aby hlavní hrdina přehodnotil svou životní filozofii. I já jsem samozřejmě potřeboval víc než jeden den, abych od základů překopal svou investiční strategii, ale teprve od tohoto momentu jsem se začal ubírat tím správným směrem. Od té doby jsem přečetl další stovky knih a získal jsem mnoho cenných zkušeností na trhu, což přispělo k tomu, že jsem konečně dokázal porazit i hlavní indexy.

Nejdřív vám zkusím popsat, jak to na burze vlastně chodí a jak se zde tvoří cena. Na to navážeme nejčastějšími chybami, kterých se investoři na burze dopouštějí. Podle některých údajů představuje psychologie investování přibližně 70 % úspěchu, protože naše psychika nás při investování neustále zrazuje a obrací špatným směrem. Podíváme se, jakým iluzím a zkreslením investoři obecně podléhají, a ukážeme si chyby, kterých jsem se po mnoho let dopouštěl a opakoval je pořád dokola. Den, kdy jsem začal vydělávat na burze, začal tehdy, kdy jsem začal přemýšlet a implementovat do praxe techniky k posílení disciplíny. I toto téma spadá pod kapitolu o psychologii investování. Ve druhé polovině si ukážeme, jak vnímám rozdíl mezi fundamentální a technickou analýzou. Následně se zaměříme na výběr správné strategie s důrazem na to, že každá investiční strategie musí být pro individuálního investora ušitá přesně na míru, jinak mu nebude fungovat. Na závěr nesmí chybět ani ukázka mé vlastní strategie a základy risk managementu.

Ve finále bychom měli dojít k tomu, že obchodování na burze je vlastně hrozně jednoduchá věc. Stačí si najít na míru šitou funkční investiční strategii, která perfektně odpovídá vašim charakterovým vlastnostem a povaze. Dále nastavit správný risk management a mít disciplínu k dodržování pravidel této strategie. Pak už stačí jen dobrý broker, vložit počáteční kapitál a výše uvedené opakovat pořád dokola.

Na napsání odborné knihy člověk v našich podmínkách určitě nezbohatne. Akademické ambice ani snahy někomu něco dokazovat nemám. Tak proč tedy vůbec psát takovouto knihu? Pokud český čtenář hledající kvalitní literaturu ohledně investování a tradingu nemá perfektní angličtinu,

počet zajímavých zdrojů a knih je dost omezený. Spousta skvělých odborných knih v českém jazyce k dispozici jednoduše není. Na jedné straně bych českému čtenáři rád otevřel cestu ke znalostem ze zahraniční odborné literatury. Na straně druhé bych mu chtěl usnadnit a urychlit proniknutí do světa burzy tím, že nabízím shrnutí svých zkušeností a poznatků z více než 500 knih nejen z burzovního světa.

Život je nevyzpytatelný a nikdo nikdy nevíme, kdy nám přichystá nepříjemné překvapení. Rád bych touto knihou také zanechal odkaz svým synům, Pavlovi a Patrikovi, protože si nikdy nemohu být jist, že mi život nadělí ten luxus, abych jim mohl včas osobně předat své celoživotní poznatky a zkušenosti z burzovního prostředí.

Moje původní myšlenka byla, že knihu o investování napíšu až poté, co vydělám svůj první milion dolarů. Nebo bych ji mohl napsat až poté, co dokážu deset let v řadě porazit index S&P 500. Nebo až poté, co se stanu hedge fond manažerem roku. Jak asi tušíte, tento seznam nekončí. Ovšem pokud se mi některý z výše uvedených cílů povede jednou splnit, tak bych rád napsal druhou knihu zaměřenou čistě na obchodní strategie, které k tomuto úspěchu vedly. Ale to už bude jiný příběh…

1

Jak funguje burza

**Akciový trh je podivné místo.
Kdykoli jeden chlápek nakupuje, nějaký druhý chlápek prodává. Přitom si oba myslí, že jsou hrozně chytří.**

Už jako dítě jsem měl rád film *Záměna* s Eddiem Murphym – film, na jehož pozadí se odehrává obchodování s agrárními komoditami. Staří a zkušení (a také patřičně nabubřelí a arogantní) bratři Dukovi, kteří vlastní úspěšnou investiční firmu, se mezi sebou vsadí, zda je pro úspěch na burze důležité hlavně vzdělání a původ, nebo zda jejich úspěšného tradera může klidně nahradit i bezdomovec, když dostane stejnou příležitost. Nakonec se ukáže, že i bezdomovec se může na burze prosadit, ale naneštěstí pro bratry Dukovy se původní trader i jeho náhradník z ulice o této sázce dozvědí, a tak se proti arogantním bratrům spojí. Bratři Dukovi vděčí za své velké bohatství i nekalým praktikám, kdy se dostávají ke zprávám o sklizni ještě před jejich zveřejněním. Oběti jejich sázky na to přijdou, zfalšují report o vývoji sklizně pomerančů a tím tyto dva zkažené bratry přimějí nakoupit za přemrštěné ceny pomerančovou šťávu, což vede k jejich bankrotu. Když k tomu přidáme další filmy jako *Vlk z Wall Street*, *Konkurenti* a mnoho dalších, tak není divu, že má veřejnost o fungování burzy hodně zkreslené představy. Vše to navíc vyznívá tak, že burza je prosáklá podvodníky a nabubřelými šťastlivci, kteří dříve nebo později skončí na mizině, nebo dokonce ve vězení.

Spekulování na burze je kontraintuitivní činnost, u níž vám často nepomůže ani zdravý selský rozum, ani vysoké IQ. Principy a zásady fungování akciového trhu jsou velmi specifické a právě o tom je tato kniha. Když se naplno ponoříte do studie principů fungování burzy, zjistíte, že ani všechny znalosti světa vám nepomohou systematicky vydělávat na burze. Čím víc se toho dozvídáte, tím hlouběji si uvědomujete, jak málo vlastně víte a jak omezené je vaše vnímání světa a burzy. Proto ti nejlepší investoři ve svých knihách nepředávají pouze faktické znalosti, ale odkazují na různé psychologické, filozofické a často i duchovní studie, které jsou v investičním světě ve finále důležitější než nějaké faktické či akademické znalosti. V kapitole o psychologii investování si vysvětlíme, proč tomu tak je.

Jak tedy vypadá burza? Jako obrovská místnost plná navzájem se překřikujících lidí zírajících na velké obrazovky? Tak tato doba je dávno pryč, stejně jako je scestná představa, že si s cenami hraje pár vyvolených velkých hráčů. Době, kdy se největší obchodníci mezi sebou znali a byli schopni se domluvit na nějaké společné akci a ovlivnit cenu aktiva svým směrem, už dávno odzvonilo. Současná podoba elektronického fungování burzy je zcela anonymní a obrovské transakce se uzavírají během vteřin. V dnešní době se všechny objednávky jednoduše střetávají na pomyslném tržišti, kde nejen obchodníci reagují ve vteřinách, ale čím dál více to jsou automatické algoritmické systémy a roboti, kdo vstupuje do tvorby ceny na burze. My se zde ale nebudeme věnovat technické stránce cenotvorby, ale spíše tomu, co za tvorbou ceny stojí. Věřte nevěřte, ve finále to je člověk a ten vždycky podléhal, podléhá a bude podléhat různým zkreslením a emocím. Než se podíváme na reálné fungování burzy, začněme s trochou teorie.

1.1 TEORIE EFEKTIVNÍCH TRHŮ

> **„Všiml jsem si, že každý, kdo mi kdy tvrdil, že trhy jsou vždy efektivní, je chudý."**
>
> Larry Hite

Co nám říkají ekonomové a akademikové o fungování burzy? Teoreticky by cenotvorba na burze měla fungovat na základě teorie efektivnosti trhů (*Efficient Market Hypothesis* – EMH). Za zakladatele této teorie je považován Eugene Fama, který svou teorii představil ve své studii *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work* již v roce 1970. Podle této teorie, jež od prvního zveřejnění prošla určitou úpravou, středně silná forma efektivity kapitálových trhů předpokládá, že všechny kurzotvorné informace (kromě tajných vnitřních informací) jsou započítány v ceně okamžitě při jejich zveřejnění. Z teorie EMH vyplývá, že pohyb cen akcií je zcela náhodný a nepředvídatelný, protože pohyb ceny způsobují jen nové předem nepředpověditelné zprávy.

Teorie EMH sice připouští existenci iracionálních investorů, kteří odchylují ceny od fundamentu, avšak jejich obchody jsou nahodilé, a tak se často navzájem vynulují. Pokud přesto iracionální investoři vychýlí cenu od fundamentální hodnoty, nastupují profesionální investoři, kteří ceny navrátí zpět k jejich vnitřní hodnotě. Zastánci této teorie svým kritikům často vytýkají nepochopení či špatnou interpretaci, když většina kritiků argumentuje tím, že na finančních trzích pravidelně dochází ke strmým propadům, což je podle jejich argumentů důkazem neefektivnosti trhů. Finanční krachy však tato teorie nevylučuje, pokud jsou způsobeny nahodilými, a tudíž předem neočekávatelnými událostmi.

Popírání EMH

> **„Nejsem dobře kvalifikovaný na kritiku teorie racionálních očekávání a teorie efektivních trhů, protože jako účastník trhu je považuji za tak nerealistické, že jsem se nikdy ani neobtěžoval je studovat."**
>
> George Soros

Hodnotoví investoři a krátkodobí tradeři se ve svých strategiích a názorech na trh nemohou více lišit. Je to jako srovnávat investiční styl Warrena Buffetta a George Sorose. Na jedné věci se ale obě strany bezvýhradně shodnou – **trhy nejsou vždy efektivní, a tudíž je EMH pouhá akademická teorie**. Sám Buffett údajně jednou řekl: „Akcie se často obchodují na bláznivých úrovních, ať už vysokých, nebo nízkých. Efektivní trhy existují pouze v učebnicích." Hezky to vystihl Buffettův parťák a investiční génius Charlie Munger, kterému se připisuje tvrzení: „Byl bych vandrák na ulici s plechovým hrnkem, kdyby trhy byly vždy efektivní."

Kromě aktivních investorů a traderů patří mezi nejhlasitější odpůrce teorie efektivních trhů behaviorální ekonomové. Mezi ně se řadí i profesor ekonomie na Harvardově univerzitě Andrei Shleifer. Tento ekonom ve své knize *Inefficient Markets* staví svou kritiku na tzv. noise traders (investorech, kteří investují na základě šumu), kteří jsou tvůrci tržních nedokonalostí. Tento druh investorů dělá pořád dokola základní chyby, jako jsou naslouchání různým investičním guru, minimální diverzifikace, nadměrné obchodování nebo rychlé zbavování se ziskových titulů a přílišné otálení s prodejem ztrátových pozic.

S formulací noise traders přišel jako první slavný americký ekonom Fischer Black, který o tomto fenoménu pojednává ve své věhlasné studii *Noise* z roku 1986. Black rozděluje obchodníky na racionální investory obchodující na základě skutečných kurzotvorných informací a na obchodníky, kteří obchodují na základě šumu. Noise traders hrají klíčovou roli při tvorbě dostatečné likvidity na trzích, a čím více se jich bude na

trhu pohybovat, tím likvidnější trhy budou. Výsledkem těchto obchodů je ovšem neefektivnost kapitálových trhů a zároveň to znamená, že ceny aktiv obsahují mnoho šumu, čímž se vychylují od svých fundamentálních hodnot. Ačkoli do hry vstupují racionální obchodníci, kteří mají lepší informace, zpravidla nedokážou cenu vrátit zpět k fundamentu, protože na sebe nechtějí brát nadměrné pozice a s tím spojené vysoké riziko.

Možná se ptáte, proč má vůbec z praktického pohledu smysl řešit existenci nějakých noise traders. Uvědomění, že na trhu nejsou všichni tradeři super sofistikovaní, může být často nápomocné při interpretaci ceny na trhu. Je to jen další argument na podporu toho, že **krátkodobý pohyb ceny není vždy způsoben reálnou změnou fundamentu**.

Teorii o noise traders krásně rozebírá expert na předpovídání budoucnosti Nate Silver, který ve svém bestselleru *Signál a šum* napsal: „Představte si, že na trhu žádní obchodníci se šumem nejsou. Každý sází na skutečné informace – na signál. Ceny jsou ve velké většině racionální a trh je efektivní. Jestliže si ale myslíte, že je trh efektivní – tak efektivní, že ho ve výsledku nemůžete předčit a vydělat na tom –, bylo by z vašeho pohledu iracionální, abyste vůbec obchodovali. Teorie efektivních trhů je vlastně ze své podstaty trochu sebeznehodnocující. **Kdyby všichni investoři této teorii** (že na obchodování nemohou vydělat, protože burza se nedá porazit) **věřili, nezbyl by na trhu nikdo, kdo by obchodoval, a tím pádem by žádný trh neexistoval.“**

Tuto myšlenku podporuje i další příklad. Od různých akademiků a finančních intelektuálů totiž občas slýchám, že celý akciový trh jednou pohltí pasivní fondy Exchange Traded Funds (ETF), protože investoři si čím dál víc uvědomují, že nedokážou překonávat indexy. Z tohoto teoretického konceptu tak přímo vyplývá, že jedinou a nejlepší investicí je a bude pasivní ETF na širší index, protože nabízí nejjednodušší a nejlevnější možnost podílet se na dlouhodobém úspěchu akciového trhu. To ale – jak jsme si již řekli – nedává smysl. Nezapomínejme, že existují i další důležité a často opomíjené faktory, které vstupují do rozhodování investorů. **Každý investor totiž netouží po překonávání indexu. Jeho motivace pro nákup akcií mohou být velice pestré.** Jako příklad si

můžeme uvést třeba pravidelný příjem z dividend, ochranu před inflací nebo prostou diverzifikaci majetku. Mnoho obrovských investičních fondů má přímo ve svých cílech překonávání indexů. Představa, že by najednou investoři přestali spekulovat o tom, že dokážou překonat trh, je stejně nereálná jako představa, že lidé jednou přestanou být hamižní a přestanou chtít nadprůměrně vydělávat.

Než zabředneme do nějaké hluboké akademické debaty ohledně platnosti EHM, přináším možnost smíru obou táborů v podobě teorie Fischera Blacka. Ten definoval efektivní ocenění na trhu faktorem 2 od fundamentální hodnoty neboli trh je efektivní, pokud se cena nachází v intervalu jedné poloviny až dvojnásobku vnitřní hodnoty. Tímto způsobem definovaná efektivnost trhů podle něj platí minimálně v 90 % případů. Pokud je tedy fundamentální hodnota akcie 100, její cena může na burze oscilovat v rozmezí 50–200 a přitom pořád splňovat takto definovanou teorii efektivity trhů.

Velmi výstižně hovoří o EMH i slavný Charlie Munger. V knize *Poor Charlie's Almanack* tento slavný Buffettův parťák uvádí: „… jeden z největších ekonomů na světě je významným podílníkem v Berkshire Hathaway a byl tam již v jejích začátcích poté, co v ní Buffett převzal kontrolu. Jeho učebnice vždycky učily, že akciový trh je dokonale efektivní a nikdo ho nedokáže porazit. Ale jeho vlastní peníze proudily do Berkshire, což mu umožnilo zbohatnout." Munger přirovnává akciovou burzu k dostihovému sázkovému systému pari-mutuel, kde sázející nesázejí proti bookmakerovi, ale spíše soutěží mezi sebou navzájem, zatímco bookmaker pouze sbírá procenta ze vsazených objemů a upravuje kurzy (ceny) v závislosti na poptávce sázkařů. Munger k tomu říká: „Pokud se zastavíte a zamyslíte se nad tím, tak systém pari-mutel je trh. Každý tam chodí a sází a kurzy se mění v závislosti na tom, co je vsazeno. To se totiž děje na akciovém trhu."

Podle Mungera existují jedinci, kteří díky své inteligenci a tvrdé práci dokážou na trhu občas objevit dobré sázky, kdy jsou kurzy (ceny akcií) vychýlené z efektivní rovnováhy. Úspěch spočívá v tom, že tvrdě pracujete, vyčkáváte, hledáte tyto výjimečné situace, a když se na trhu objeví, tak

na ně vsadíte významnou část portfolia. Mimochodem, víte, jak Munger hovoří o zastáncích EMH? Jsou to lidi, kteří mají kladivo a každý problém pro ně vypadá jako hřebík.

Pokud jste přesto zarytým zastáncem EMH, tak vám vřele doporučuji všechny knihy ze série Market Wizards od Jacka Schwagera, ve kterých se píše o investorech, kteří zákony EMH pravidelně porušují. Tito úspěšní investoři se ve skutečnosti EMH hlasitě vysmívají. Jedním z nich je i Mark Minervini, autor knihy *Trade Like a Stock Market Wizard*, což je ona přelomová kniha, která zcela změnila můj pohled na akciovou burzu. Udělejme si krátkou odbočku a podívejme se, jak je na tom Mark Minervini s pravidelným překonáváním trhu, tedy v disciplíně, která podle EMH de facto neexistuje.

Minerviniho kniha *Trade Like a Stock Market Wizard* naprosto změnila můj pohled na obchodování s akciemi. Minervini je jedním z těch traderů, kteří začínali úplně od podlahy, a díky své obrovské touze po úspěchu se vypracoval až na vrchol. Ve své knize *Trade Like a Stock Market Wizard* uvádí, že v období 1994–2000 zhodnotil své portfolio průměrným ročním tempem 220 % p. a., to znamená o dechberoucích 33 500 %, zatímco index S&P 500 zpevnil zhruba o 200 %. V letech 1996, 1997 a 2021 se tento trader zúčastnil amerického mistrovství v investování US Investing Championship. V roce 1996 si kráčel pro vítězství, avšak z technických důvodů byla tato soutěž v průběhu roku ukončena bez vyhodnocení. V roce 1997 ho již nic nezastavilo a vyhrál se 155% zhodnocením. Když se této soutěže zúčastnil už coby investiční veterán v roce 2021, připsal si v akciové divizi s portfolii v objemu alespoň jednoho milionu dolarů další vítězství s 334% výnosem. Jen pro úplnost dodávám, že v této soutěži se s reálnými penězi bojuje o to, kdo za jeden kalendářní rok více zhodnotí své portfolio. Tato soutěž běžela každým rokem od roku 1983 do roku 1998 a po této

pauze byla opět obnovena až v roce 2019. Z cifer 255 %, 155 % nebo 334 % se většině z nás zatočí hlava. Je to vůbec možné, je to reálné?

Není žádným tajemstvím, že Buffettova společnost Berkshire Hathaway dosahovala v období 1965–2024 průměrného ročního zhodnocení kolem 20 %, když za posledních 25 let je to přibližně 10 %. Znamená to snad, že Minervini je mnohonásobně úspěšnější investor než Buffett? Tento problém má dvě roviny. Výkonnost Buffettovy vlajkové lodi nemá v investičním světě obdoby díky své dlouhodobosti a oněch průměrných 20 % p. a. v období 1965–2024 představuje zhodnocení o ca 47 000 %. Investice 1 000 USD by tedy v tomto období vyrostla na téměř 47 milionů dolarů.

Mark Minervini zjevně dokáže dosáhnout v ideálních dobách býčího trhu i více než 100% zhodnocení, ale jeho momentová strategie bude nejspíše stagnovat nebo ztrácet při klesajícím nebo beztrendovém trhu. Rozhodně to tedy není tak, že by Minervini každým rokem dosahoval trojciferného zhodnocení. Při 100% průměrném ročním zhodnocení by za 10 let z 10 000 USD udělal 10 240 000 USD a za 20 let by to bylo už téměř 10,5 miliardy USD. Pokud ale vím, Minervini dolarovým miliardářem není. To ovšem nic nemění na faktu, že když se na trhu objeví příležitost, Minervini má funkční strategii, se kterou dokáže z akciového trhu vyždímat maximum. Zájemcům o další rozvoj doporučuji všechny jeho čtyři knihy. Kromě výše uvedené knihy jsou to *Think & Trade Like a Champion*, *Mindset Secrets for Winning* a *Momentum Masters*.

1.2 JAK SE TVOŘÍ CENA NA BURZE

> „Cena není ničím jiným než rovnovážným bodem likvidity."
>
> John Burbank

V první podkapitole jsme si řekli, co ovlivňuje a tvoří cenu na burze v teoretickém pojetí. Nyní se ale podívejme více do hloubky a na praktickou stránku věci. Postupně dojdeme k závěru, že **cena není ničím jiným než konsenzuální shodou mezi kupujícími a prodávajícími na burze v daném okamžiku**. **Fundamentální hodnota je pouze teoretický koncept.** Pokud byste měli nějaký zázračný patent na perfektní výpočet aktuální vnitřní hodnoty akcie, naráželi byste na burzovní realitu, která aktuální cenu neustále vychyluje od vnitřní hodnoty. Co tedy tvoří aktuální tržní cenu?

1. **Vnitřní férová (fundamentální) hodnota** se pořád vyvíjí pod tíhou neustále se měnícího fundamentu, jako je makroekonomická situace nebo poptávka po zboží a službách dané firmy. Do této kolonky spadají pravidelné reporty čtvrtletních výsledků, ale i spousta nahodilých zpráv, jako je profit warning nebo oznámení nových kontraktů či objednávek. Dále sem patří celková makroekonomická situace, která se neustále vyvíjí. Náznaky o tom, v jaké fázi ekonomického cyklu se nacházíme, dostáváme při pravidelném zveřejňování měsíčních či čtvrtletních makroekonomických dat.

2. **Psychologické faktory**, které vstupují do aktuálního ocenění na burze, jsou těžko kvantifikovatelné. Jedná se například o celkovou náladu na trhu nebo sentiment investorů v rámci sektoru.

3. **Technické faktory** mají v krátkém období často největší váhu při tvorbě ceny, a přitom je podobně jako sentiment často nelze snadno kvantifikovat. Může se jednat o nějaké čerstvé analytické

doporučení nebo zvýšený zájem (může být i na straně prodeje) nějakého velkého investora, který svými objednávkami dokáže hýbat cenou.

> „Ceny akcií se mění mnohem rychleji než jejich vnitřní hodnota."
>
> Bill Miller

Kvůli výše uvedenému vycházím v následujícím textu z toho, že **nemá význam se neúnavně pořád dokola snažit chápat, co stojí za aktuálním pohybem ceny, a pídit se po tom**.

Fundamentální hodnota akcie je funkcí zisku firmy... Opravdu?

> „Ceny akcií fluktuují mnohem výrazněji než jejich vnitřní hodnoty. Proč tomu tak je? Myslím si, že primárně za tím stojí velké změny v investorské psychologii."
>
> Howard Marks

Kdyby ceny akcií závisely jen na ziscích, hodnotoví investoři by dlouhodobě poráželi trh. Ve skutečnosti ale často zaostávají. Je proto důležité ujasnit si, co znamená fundamentální hodnota. Zjednodušeně platí, že cena akcie vychází z její schopnosti generovat zisk – čím vyšší zisky, tím vyšší cena. To by ale fungovalo jen v ideálním světě. Investory totiž mnohem víc zajímá budoucnost než minulost a minulé zisky nejsou zárukou těch budoucích. Navíc existuje mnoho firem, které zatím žádné zisky nemají. Z praxe je patrné, že investoři preferují firmy, jejichž zisky rostou stále rychleji, zatímco se zbavují těch, u nichž růst zpomaluje. První skupina tak bývá často draze oceněná, zatímco druhá spíše podhodnocená. Důvodem je, že u úspěšných firem bývají investoři příliš optimističtí, zatímco u slabších naopak příliš pesimističtí.

Victor Niederhoffer ve své knize *Practical Speculation* uvádí závěry své statistické studie zaměřené na to, jak zisky firem z indexu S&P 500 ovlivňují vývoj hodnoty tohoto indexu za období 1937–2001. Jeho dva závěry jsou ale dost kontraintuitivní. Zjistil totiž, že když zisky firem z tohoto indexu v daném roce rostou, dosahuje index S&P 500 podprůměrného zhodnocení. Pokud ale zisky klesají, tento index dosahuje nadprůměrné výkonnosti. Ke stejným číslům došel Niederhoffer i při analýze čtvrtletních dat. To znamená, že pokud zisky v kvartálu rostly, následující kvartál byl co do výkonnosti podprůměrný a naopak. Ve finále Niederhoffer ve své knize dochází k závěru, že **vývoj zisků firem je negativně korelován s výkonností indexu S&P 500 a výkonnost tohoto indexu je dobrým ukazatelem pro budoucí vývoj zisků**.

Slavný akciový guru Martin Zweig ve své knize *Winning on Wall Street* o dané problematice píše: „Zdá se, že na Wall Street existuje nějaké vrozené přesvědčení, že vyšší zisky představují i vyšší cenu akcií. Tohleto ale prostě v souhrnu neplatí. Největší zisky přináší investorům obvykle prvních šest měsíců býčího trhu, kdy zisky firem ještě klesají. Takže pro investory je těžké být optimističtí s tak špatným výhledem pro korporátní zisky.“ **Samozřejmě že v dlouhém období jsou ceny akcií funkcí ekonomického růstu a zisků, ale z pohledu aktivního obchodníka na burze často hrají rozhodující roli úplně jiné faktory.** Za mě tkví vysvětlení výše uvedených názorů v tom, že investoři se neustále dívají dopředu a zároveň jsou jako celek docela úspěšní v odhadování budoucích zisků firem.

Jak vidí tvorbu ceny na burze zkušení byznysmeni?

> „Trh je jedinou věcí v životě, která je velkým srovnávačem. Můžete se hádat se svou ženou, rodinou, kolegou, finančním úřadem a tak dále, ale nemůžete se hádat s trhem, protože ten vás jednoduše vynuluje.“
>
> William O'Neil

Vážení čtenáři, právě jste dočetli ukázku z knihy Den, kdy jsem začal vydělávat na burze**.**
Pokud se Vám ukázka líbila, na našem webu si můžete zakoupit celou knihu.