



Inicio | Sell in may and go away: llega mayo, ¿truco o trato?

Sell in may and go away: llega mayo, ¿truco o trato?

Desde mayo de 1964 el S&P 500 ha cerrado entre el 31 de octubre y el 30 de abril en positivo tres de cada cuatro años



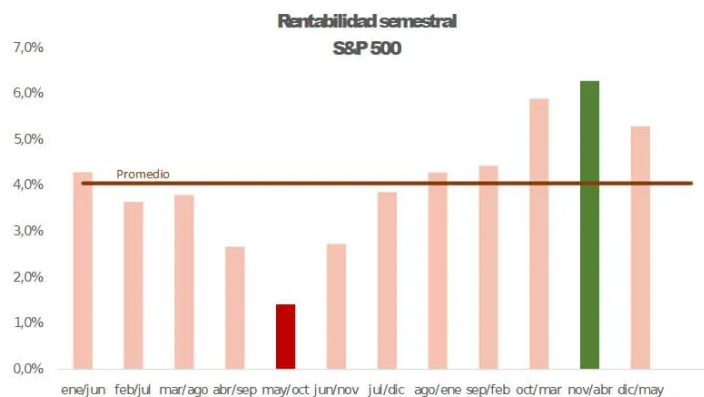
Tomás García-Purriños
Senior Portfolio Manager de Global Multi Asset Solutions (GMAS) España de Santander AM



04/05/2021

Desde los últimos meses del año pasado, la renta variable ha tenido un comportamiento positivo. Pero mediada la primavera, llegan dudas respecto a la sostenibilidad del rally. No importa cuando leas esto. Al menos **desde mayo de 1964, el S&P 500 ha cerrado entre el 31 de octubre y el 30 de abril en positivo tres de cada cuatro años**, con un rendimiento superior al de cualquier otro periodo de seis meses. Es decir, esto ya lo has vivido antes. De hecho, ocurre con más frecuencia que un *déjà-vu*. Por su parte, los seis meses siguientes (mayo/octubre) son los más débiles.

Gráfico 1: Rentabilidad semestral por periodos del S&P 500.



Fuente: Reuters Eikon y Santander Asset Management

De acuerdo a Bouman y Jacobsen (2002) en The Halloween Indicator, "Sell in May and Go Away": Another Puzzle, el 30 de mayo de 1964 es la primera cita conocida de este efecto en medios de comunicación (FT).

Rentabilidad del periodo medida desde el cierre anterior al inicio del primer mes señalado hasta el último día del segundo mes señalado (p.e. periodo ene/jun corresponde al periodo desde el 31/12 hasta el 31/06).

El efecto Halloween

Se conoce como efecto *Halloween* y escoger 1964 como inicio no es aleatorio. Parece que la primera referencia escrita data de esa fecha, aunque el dicho *sell in may* ya era conocido antes.

Como ocurre con otras pautas estacionales, está en contradicción con la hipótesis de eficiencia de los mercados. Es una anomalía del sistema, como los *déjà-vus* en Matrix. Además, en este caso es tan recurrente que algunos la consideran *the anomalous anomaly*.

Un fallo que ha traído de cabeza al mundo académico desde que hace 35 años se popularizó gracias a su inclusión en el célebre *Stock Trader's Almanac*.

Exceptuando algunos trabajos (Gultekin y Gultekin en 1983) o análisis (NDR en 1993, Hirsch en 1997), la primera aproximación relevante es la de Bouman y Jacobsen (2002). Identifican este efecto en la mayoría de bolsas (36 de 37 analizadas), encontrándolo especialmente significativo en Europa.

Diferentes estudios posteriores añadiendo más mercados, franjas temporales e incluso otros activos confirman sus conclusiones. Aunque también existen detractores o quienes defienden que la pauta existe pero no es aprovechable.

Posibles causas

1. Resultados extremos

Maberly y Pierce aseguraron que el trabajo de Bouman y Jacobsen está influido por dos *outliers*: el *crash* de octubre de 1987 y el colapso del Long-Term Capital Management (agosto de 1998). De no contar con estos eventos, la pauta de *Halloween* no sería significativa.

Hay discusión a este respecto. Por ejemplo, Witte defiende que es arbitrario eliminar estos eventos. Por otro lado, la pauta se sostiene en otros periodos que no incluyen los *outliers*.

2. Sectores concretos

La evolución de algunos sectores podría explicar el fenómeno. Sin embargo, Jacobsen y Visaltanachoti (2006) o Carrazedo, Dias y Oliveira (2016) muestran que se produce, aunque con diferencias entre sectores, de forma generalizada.

3. Riesgo

Se ha sugerido también que en el periodo que va desde octubre a abril se podría estar asumiendo un mayor riesgo que justifique que esté mejor compensado. Sin embargo, la volatilidad del periodo no parece significativamente superior a la de los otros.

4. Vacaciones

Se ha señalado la caída del volumen de negociación o la menor cantidad de noticias durante las vacaciones. No se ha hallado una relación significativa y, además, el periodo es suficientemente largo como para que la influencia esté provocada sólo por esto.

5. Clima

Trombley (1997), Hirshleifer y Shumway (2003) o Goetzmann, Kim, Kumar y Wango (2014) mostraron que los rendimientos de las acciones son, en promedio, más altos cuando hace buen tiempo.

No podemos encontrar aquí la causa del efecto *Halloween*, teniendo en cuenta que este se produce en países de ambos hemisferios (el verano en el hemisferio norte es el invierno del hemisferio sur).

Otros autores sugieren una posible influencia del Trastorno Afectivo Estacional (SAD). Parece que cuando los días son más cortos se tiende a ser más pesimista y menos propenso a tomar riesgos. No obstante, esta explicación adolece del mismo problema norte-sur comentado anteriormente añadido a que el SAD parece comenzar en septiembre.

6. Ciclo de optimismo inversor

Doewijk (2005) relaciona el efecto *Halloween* con un "ciclo de optimismo" que comenzaría en diciembre. En el cuarto trimestre los inversores son más optimistas respecto a los resultados del siguiente año, pero después se va reajustando expectativas.

7. Otras teorías

Otras posibles explicaciones se refieren a la metodología utilizada, influencia del efecto enero, unos menores tipos de interés en el periodo, *data mining* o problemas de *data snooping*. Ninguna de ellas es plenamente satisfactoria y siguen generando discusión.

El efecto Halloween en el tiempo

En cualquier caso, el efecto *Halloween* se mantiene en el tiempo, desafiando la teoría económica, que asegura que, una vez pública, cualquier anomalía debería desaparecer o revertirse.

En el siguiente cuadro se analizan periodos de seis meses del **S&P 500** desde 1964. **Entre noviembre y abril, en media, los resultados y cierres en positivo son superiores al promedio y al resto de periodos de seis meses.** El periodo entre mayo y octubre arroja los rendimientos más débiles:

Tabla 1: Rendimientos de periodos de 6 meses del S&P 500 desde 1964.

Efecto Halloween desde mayo 1964													
	Promedio	ene/jun	feb/jul	mar/ago	abr/sep	may/oct	jun/nov	jul/dic	ago/ene	sep/feb	oct/mar	nov/abr	dic/may
Promedio	4,1%	4,3%	3,7%	3,8%	2,7%	1,4%	2,7%	3,9%	4,3%	4,4%	5,9%	6,3%	5,3%
Positivo	68,4%	66,7%	70,2%	68,4%	64,9%	66,7%	66,7%	66,7%	68,4%	68,4%	66,7%	75,0%	71,9%

Huente: Reuters Eikon y Santander Asset Management.
De acuerdo a Bouman y Jacobsen (2002) en The Halloween Indicator, "Sell in May and Go Away": Another Puzzle, el 30 de mayo de 1964 es la primera cita conocida de este efecto en medios de comunicación (FTI). Rentabilidad del periodo medido desde el cierre anterior al inicio del primer mes señalado hasta el último día del segundo mes señalado (p.e. periodo ene/jun corresponde al periodo desde el 31/12 hasta el 31/06).

Desafiando la máxima de Kostolany "lo que en la Bolsa saben todos, no me interesa", los resultados son parecidos desde 1986 (cuando se publica en el *Stock Trader's Almanac*) o desde 2002 (cuando Bouman y Jacobsen publican su célebre estudio):

Tabla 2: Rendimientos de periodos de 6 meses del S&P 500 desde 1986.

Efecto Halloween desde mayo 1986													
	Promedio	ene/jun	feb/jul	mar/ago	abr/sep	may/oct	jun/nov	jul/dic	ago/ene	sep/feb	oct/mar	nov/abr	dic/may
Promedio	4,7%	5,5%	5,7%	5,1%	3,7%	2,1%	2,7%	4,0%	3,7%	4,6%	6,1%	6,6%	6,8%
Positivo	73,5%	74,3%	80,0%	71,4%	65,7%	71,4%	68,6%	68,6%	71,4%	74,3%	77,1%	79,4%	80,0%

Huente: Reuters Eikon y Santander Asset Management.
De acuerdo a Maberly y Pierce (2004) en Stock Market Efficiency Withstands another Challenge: Solving the "Sell in May/ Buy after Halloween" Puzzle, desde la edición de 1986 la pauta se publica en el *Stock Trader's Almanac*.

Rentabilidad del periodo medido desde el cierre anterior al inicio del primer mes señalado hasta el último día del segundo mes señalado (p.e. periodo ene/jun corresponde al periodo desde el 31/12 hasta el 31/06).

Tabla 3: Rendimientos de periodos de 6 meses del S&P 500 desde 2002.

Efecto Halloween desde mayo 2002													
	Promedio	ene/jun	feb/jul	mar/ago	abr/sep	may/oct	jun/nov	jul/dic	ago/ene	sep/feb	oct/mar	nov/abr	dic/may
Promedio	2,4%	2,4%	4,0%	4,7%	3,7%	2,1%	3,9%	5,1%	3,4%	3,7%	4,7%	5,0%	3,3%
Positivo	73,1%	73,7%	73,7%	68,4%	68,4%	73,7%	73,7%	68,4%	73,7%	73,7%	78,9%	77,8%	73,7%

Huente: Reuters Eikon y Santander Asset Management.
En 2002 se publica The Halloween Indicator, "Sell in May and Go Away": Another Puzzle de Bouman y Jacobsen.
Rentabilidad del periodo medido desde el cierre anterior al inicio del primer mes señalado hasta el último día del segundo mes señalado (p.e. periodo ene/jun corresponde al periodo desde el 31/12 hasta el 31/06).

¿Vendemos en mayo?

Los problemas llegan en el mundo real, al intentar construir una estrategia que siga la teoría al pie de la letra. Existen importantes diferencias en los resultados dependiendo del periodo analizado, por eso nos ceñimos a los plazos señalados antes, que coinciden con momentos en los que la anomalía se popularizó. Así, en los próximos gráficos podemos ver cómo un sencillo "mantener" bate al resto de estrategias.

Gráfico 2: Comportamiento de diferentes estrategias basadas en Sell in May desde 1964.

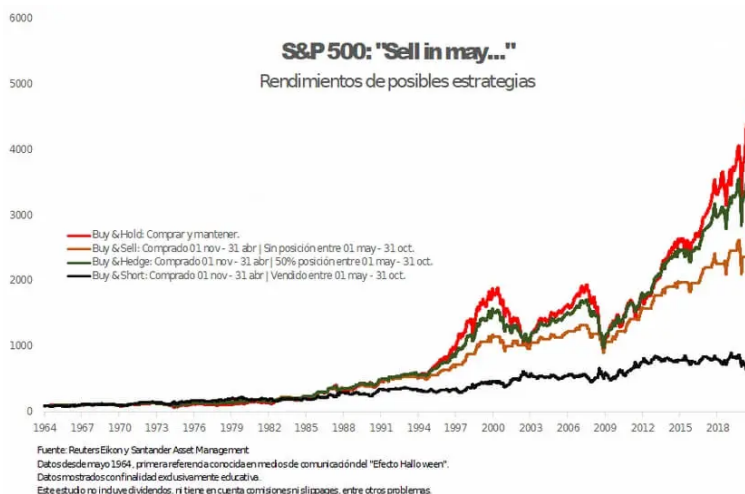


Gráfico 3: Comportamiento de diferentes estrategias basadas en Sell in May desde 1986.

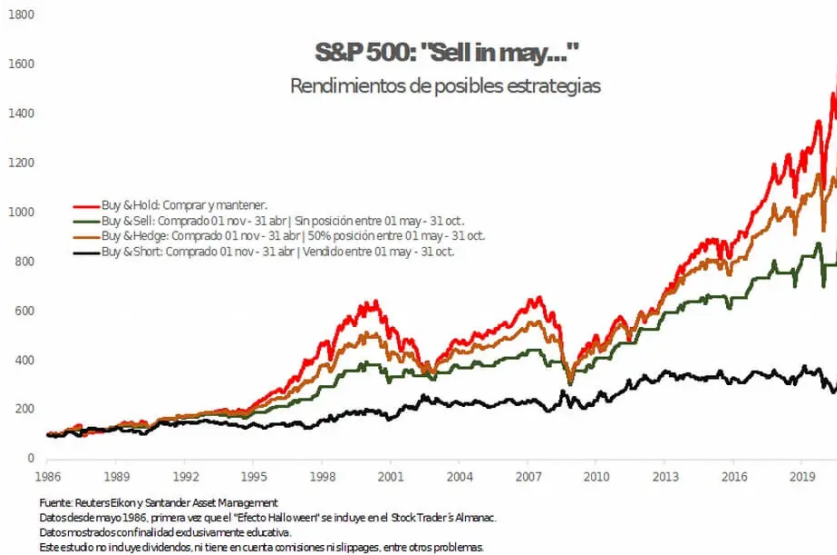
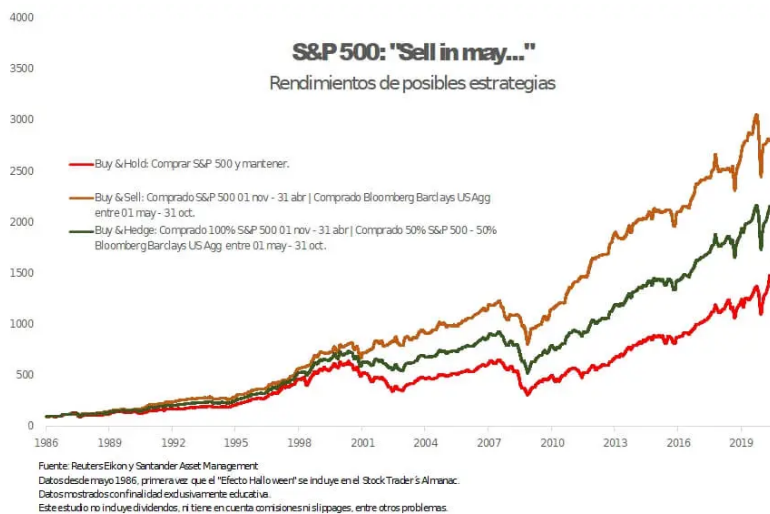


Gráfico 4: Comportamiento de diferentes estrategias basadas en Sell in May desde 2002.



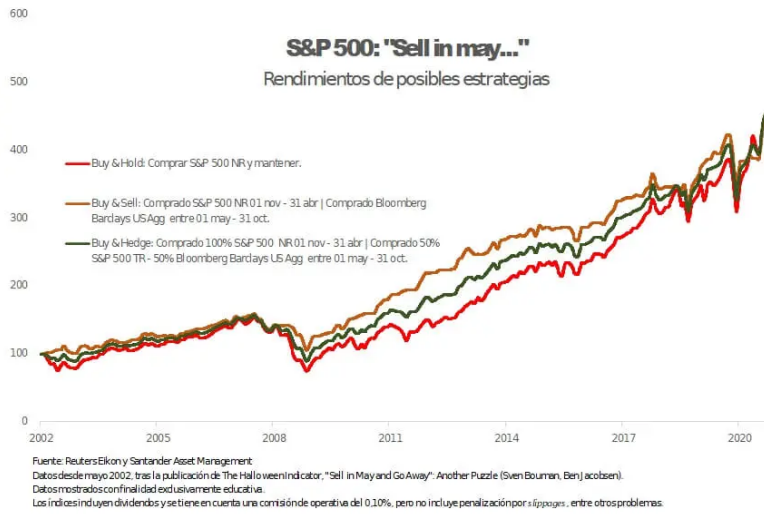
Con todo, cabe reconocer que sorprende la resistencia de la estrategia "Buy & Hedge". Al menos lo suficiente como para tratar de ir un sencillo paso más allá y averiguar qué hubiera ocurrido si mezclamos activos. Así, añadiendo un índice de renta fija a la ecuación, desde 1986 los resultados son muy distintos.

Gráfico 5: Comportamiento de diferentes estrategias basadas en Sell in May desde 1986.



Desde 2002 el resultado es similar pero la volatilidad lo cambia todo, haciendo más atractivas las diferentes a "Buy & Hold".

Gráfico 6: Comportamiento de diferentes estrategias basadas en Sell in May desde 2002.



Obviamente sería ingenuo poner en práctica estrategias naive como las testeadas, cuya finalidad es puramente educativa. Pero sus resultados parecen tan esperanzadores como para *quedarse en el país de las maravillas*, plantearse posibles estrategias de cobertura o *asset allocation* basadas en este patrón y *buscar hasta dónde llega la madriguera de conejos*.