
Estacionalidad de la Bolsa Española en la década los noventa

Jordi Esteve

Profesor titular de Matemática Económica Financiera y Actuarial en la Escuela de
Empresariales de la Universidad de Barcelona

Artículo publicado en el número 25 de *Management Empresa* (2000)

Estacionalidad de la Bolsa Española en la década los noventa

Jordi Esteve

Profesor titular de Matemática Económica Financiera y Actuarial en la Escuela de Empresariales de la Universidad de Barcelona

La existencia de elementos estacionales en los mercados de valores fue observada por Wachtel en 1942, pero el tema no volvió a ser objeto de estudio hasta la segunda mitad de los años 70 época en que empieza a ponerse en cuestión la racionalidad y eficiencia de los mercados de valores. Destacan en este sentido los trabajos de Rozeff y Kinney para Estados Unidos y de Officer en Australia.

Diversos estudios, la mayoría extranjeros, establecían que una parte sustancial de los rendimientos anuales derivados de invertir en acciones se concentran en el mes de enero. Estudios más precisos han concluido que el periodo en el que se manifiesta el *efecto enero* se concentra principalmente en la última sesión del mes de diciembre y las cinco primeras sesiones del mes de enero. La mayoría de los autores creen que la causa principal de esta aparente anomalía es de origen fiscal. Hacia finales de año se materializan pérdidas patrimoniales de aquellas acciones cuya cotización ha bajado para poder compensarlas con otras ganancias. Este comportamiento de los inversores hunde aún más la cotización de estas acciones. En general los rendimientos de las diversas acciones y de los distintos mercados financieros están correlacionados positivamente. Las bajadas de unos títulos concretos se trasladan a otros títulos: inversores que han comprado a crédito los títulos inicialmente bajistas necesitan incrementar las garantías y en muchas ocasiones sólo pueden hacerlo vendiendo otros títulos que, en principio, no habrían tenido pérdidas. Por un mecanismo análogo, estos descensos se contagian de unas bolsas a otras e incluso a aquellas bolsas de países en los que las ganancias patrimoniales no tributan o en los que el año fiscal no empieza en el mes de enero. Por ejemplo en Japón, que el año fiscal empieza en el mes de abril, se detecta un efecto enero y un efecto abril.

Hacia finales de año suele existir mucho dinero líquido debido a las ventas de títulos para realizar pérdidas. Esta abundante liquidez está al acecho de nuevas oportunidades de inversión y acabará provocando subidas en la gran mayoría de acciones y, en especial, en aquellas cuyas cotizaciones se hayan visto más castigadas. La observación de un rendimiento positivo, anormalmente alto, en la última sesión de la mayoría de los años puede indicar que numerosos inversores, conocedores del efecto enero, desean anticiparse y poder realizar las ganancias en los primeros días o semanas del año nuevo. En estudios sobre un período anterior al año 1917, época en la que no había ningún incentivo fiscal para realizar pérdidas patrimoniales, se pone de manifiesto la no existencia del efecto enero.

En este trabajo pretendemos analizar, desde diversos puntos de vista, la estacionalidad de la bolsa española en los últimos diez años. A partir de los niveles de los cierres mensuales del índice IBEX desde su creación a 31.12.1989 hasta el 31.12.1999, hemos obtenido los incrementos mensuales medios del logaritmo neperiano del índice IBEX y las medias geométricas de los rentabilidades mensuales a lo largo de estos diez años. La tabla y el gráfico que siguen a continuación resumen los resultados obtenidos:

MES i	Promedio $\text{LN}(\text{IBEX}_i / \text{IBEX}_{i-1})$	Media Geométrica Rentabilidades Mensuales
1 Enero	0.03258372	3.31%
2 Febrero	0.02760409	2.80%
3 Marzo	0.00274292	0.27%
4 Abril	0.02153994	2.18%
5 Mayo	0.03009042	3.05%
6 Junio	-0.00241349	-0.24%
7 Julio	-0.01276321	-1.27%
8 Agosto	-0.02503495	-2.47%
9 Septiembre	-0.03356306	-3.30%
10 Octubre	0.02300173	2.33%
11 Noviembre	0.04582332	4.69%
12 Diciembre	0.02598410	2.63%
Rend. medio 1990-1999	0.01129927	1.14%

TABLA 1: rentabilidades medias mensuales IBEX35 (1989-1999)

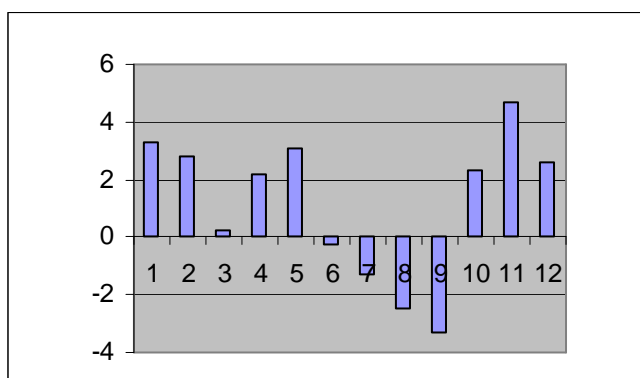


GRAFICO 1: rentabilidades medias mensuales del índice IBEX35 (1990-99)

De los resultados resumidos en la tabla y gráfico anteriores podemos destacar:

- Los rendimientos medios negativos se concentran en los meses de verano, desde junio hasta septiembre.
- El mes de enero, con un rendimiento medio de 3.31%, aparece en tercer lugar bastante por encima del 1,14% de rendimiento medio mensual del índice IBEX35. El máximo rendimiento medio se produce en noviembre seguido de mayo y enero. Esto puede hacer dudar de la realidad del llamado *efecto enero*. A partir de lo acaecido en España en la década de los años 90 parece desprenderse que ha habido, por un lado, una tendencia de los agentes intervinientes en el mercado a anticipar el *efecto enero* a los meses de noviembre y diciembre y, en menor medida, en octubre y, por otro, unos rendimientos positivos en los meses posteriores al mes de enero que se alargan hasta el mes de mayo. Parece que en contrapartida durante los meses de verano, de junio a septiembre, se han producido las indispensables correcciones que la anterior anomalía conlleva. Teniendo en cuenta la anticipación del *efecto enero*, que parece que viene produciéndose desde hace algunos años por parte de los agentes económicos, podría ser más adecuado llamarle *efecto cambio de año*.

En la tabla que sigue a continuación estudiamos los rendimientos del índice IBEX y del Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM), separadamente, en los períodos 1-X a 31-V y de 1-VI a 30-IX de cada año habiéndose obtenido los resultados siguientes:

Año A	% variación desde 1-VI-A a 30-IX-A		% variación desde 1-X-A a 31-V-(A+1)	
	IBEX	IGBM	IBEX	IGBM
1990	-26.72%	-26.81%	34,67%	33.81%
1991	-0.86%	-2.20%	-0,57%	-4.86%
1992	-27.78%	-26.09%	38,49%	33.29%
1993	12.90%	11.69%	10,54%	13.83%
1994	-9.56%	-9.03%	1,57%	-0.88%
1995	4.66%	3.73%	21,76%	17.94%
1996	2.53%	2.09%	49,47%	48.66%
1997	15.38%	15.95%	37,63%	37.83%
1998	-23.76%	-21.43%	32,03%	29.79%
1999	-5.43%	-3.91%	13,59%	14.69%

TABLA 2: comparación de los rendimientos de los índices IBEX e IGBM en los 4 meses de verano, de junio a septiembre y en los restantes 8 meses del año (1990-1999)

A partir de los datos de la tabla 2 podemos comparar los resultados que se habrían obtenido con tres sencillas estrategias de inversión :

A/ Si en el periodo 31.12.1989 a 31.12.1999 un inversor hubiera invertido en el índice IBEX35 de forma permanente, hubiera obtenido una rentabilidad global del 288,03% (TAE: 14,52 %).

B/ Si en el periodo 31.12.1989 a 31.12.1999 se hubiera invertido en el índice IBEX35, excepto en el periodo de junio a septiembre de cada año, meses en que se hubieran mantenido los recursos en dinero efectivo, se habría obtenido una rentabilidad global del 711.49% (TAE: 23,29%).

C/ Procediendo igual que en la estrategia anterior pero invirtiendo en Deuda Pública Española a corto plazo, durante los meses de junio a septiembre de cada año, con las rentabilidades que figuran en la tabla 4 del anexo 2, se habría obtenido una rentabilidad global del 891.78% (TAE: 25,78%).

Los resultados de los puntos anteriores se obtienen en el supuesto de que este hipotético inversor no tuviera que tributar ni por ganancias patrimoniales ni por rendimientos del capital mobiliario. Los resultados que se habrían

obtenido invirtiendo 1.000.000Ptas. el día 31.12.89 según cada una de estas tres estrategias pueden resumirse en la siguiente tabla:

ESTRATEGIA	Capital a 31.12.1989	Capital a 31.12.1999	TAE
A	1.000.000	3.880.300	14.52%
B	1.000.000	8.114.900	23.25%
C	1.000.000	9.997.800	25.78%

TABLA 3: Rendimiento histórico obtenido con 3 alternativas de utilización del IBEX35

El Índice IBEX35 es una media ponderada de la evolución de los 35 valores con mayor capitalización bursátil del mercado español. Este índice se creó el 31 de diciembre de 1989 y empezó con un nivel 3000. Por otro lado, el Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM) es representativo de un mayor número de sociedades y representa tanto a las 35 empresas de mayor tamaño como a empresas con tamaño apreciablemente menor. Además, disponemos de datos del IGBM de periodos mucho más largos. En concreto, en este trabajo hemos utilizado datos mensuales desde diciembre de 1940. Diversos estudios apuntan a que las empresas con menor tamaño son las más sensibles al efecto cambio de año. Por este motivo, parece que puede ser adecuado estudiar los rendimientos medios mensuales del IGBM por dos motivos:

- Se dispone de datos sobre periodos más largos de tiempo.
- Representa también a empresas de menor tamaño que no forman parte del Índice IBEX35.

Del IGBM se han calculado los rendimientos mensuales medios a lo largo de seis décadas, desde los años cuarenta hasta los años noventa, obteniéndose los resultados que figuran en la siguiente tabla:

MES	1941- -1949	1950- -1959	1960- -1969	1970- -1979	1980- -1989	1990- -1999
Enero	0.61%	2.60%	2.49%	0.72%	6.68%	6.11%
Febrero	-0.23%	1.51%	1.35%	2.47%	3.23%	1.50%
Marzo	1.43%	-2.25%	1.74%	-0.19%	2.81%	-0.64%
Abril	0.35%	0.58%	1.24%	1.87%	1.10%	2.85%
Mayo	-1.58%	-2.03%	-1.21%	-2.25%	2.98%	1.99%
Junio	-0.82%	0.08%	0.14%	-0.53%	1.72%	0.08%
Julio	0.99%	1.67%	2.92%	-1.97%	2.52%	-1.06%
Agosto	3.85%	2.21%	3.10%	-0.17%	1.31%	-2.94%
Septiembre	1.80%	0.03%	0.14%	-3.88%	0.47%	-2.85%
Octubre	-1.76%	0.77%	0.54%	-0.69%	-3.02%	1.49%
Noviembre	-1.17%	-0.30%	0.47%	-0.50%	0.85%	3.56%
Diciembre	1.10%	3.54%	-0.03%	-1.29%	-0.30%	2.62%
Rend. Mensual medio	0.45%	0.69%	1.07%	-0.55%	1.67%	1.03%

TABLA 4: Rendimientos mensuales medios del IGBM, clasificados por décadas (1941-1999).

De los datos del anterior tabla se desprende:

- En la década de los años noventa, el mes de enero es el que proporcionó un mayor rendimiento medio al IGBM. Esto contrasta con los resultados obtenidos en el índice IBEX35, en el que el mes de enero ocupaba el tercer lugar en cuanto a mayor rendimiento. Además, el rendimiento del IGBM es casi el doble que el rendimiento obtenido en el IBEX35. Este hecho parece corroborar que el *efecto enero* tiene mayor importancia en las empresas de baja capitalización bursátil.
- El *efecto enero* del IGBM aún es más intenso en la década de los años ochenta. En cambio, en anteriores décadas era, si es que había tal efecto, mucho más débil. Esto estaría en consonancia con el hecho de que no es hasta finales de los años setenta, con la reforma fiscal, que las ganancias y pérdidas patrimoniales empiezan a tener trascendencia impositiva. No obstante, el rendimiento medio del mes de enero siempre fue superior al rendimiento mensual medio de la década correspondiente.

Reflexiones finales

Si se mantuviera en el futuro la estacionalidad observada en el mercado bursátil español durante la década de los años noventa, se obtendrían unas reglas prácticas para la gestión de *unit-link*¹ y para la gestión de cestas de fondos de pensiones. En concreto las reglas serían:

- Antes de junio, convendría invertir en las carteras de renta fija. Además, si se cree que los intereses van a subir, la renta fija debe ser a corto plazo. Igualmente, si poseemos una cesta de participaciones en diversos fondos de pensiones² convendrá pasar a la renta fija antes del mes de junio.
- Hacia finales de octubre convendría realizar las operaciones inversas: en un *unit-link* aumentar la ponderación de las carteras o fondos de renta variable y trasladar los derechos consolidados de los fondos de pensiones de renta fija hacia fondos de pensiones de renta variable.
- Hasta la fecha de realización del presente trabajo, las dos reglas anteriores no son tan aplicables a los fondos de inversión debido a que, al menos por el momento, el movimiento anual de fondos de renta variable a renta fija y viceversa daría lugar a la realización de ganancias patrimoniales que tributarían a tipo marginal. De todos modos, no es improbable que en un futuro próximo se modifique la normativa fiscal en el sentido de que los movimientos entre fondos queden exentos y no haga falta tributar hasta que se reembolse definitivamente.

En el Tabla 4 podemos apreciar que la estacionalidad de las bolsas ha sido distinta en la década de los noventa que la que hubo en la anterior década. Del mismo modo, es posible y probable, que la estacionalidad de las bolsas en los próximos años vaya variando progresivamente y sea sensiblemente distinta a la observada en los años noventa. Las variaciones pueden deberse, entre otros motivos, a que los inversores conocedores de este fenómeno intentarán sacarle provecho anticipándose a él. Probablemente seguirá habiendo estacionalidad, aunque tenga una distribución distinta, pues las motivaciones fiscales que parece que están detrás del fenómeno previsiblemente no desaparecerán ni a corto ni a medio plazo.

¹Los *unit-link*, son seguros de ahorro que invierten en una cesta de carteras o de fondos de inversión siendo el tomador el que decide las ponderaciones de la cesta. Los cambios de ponderación no tienen implicaciones fiscales.

² La actual normativa establece que los traslados de derechos consolidados a otros fondos de pensiones debe llevarse a cabo en un plazo máximo de 15 días desde que el participante solicita el traslado. Ello debe ser así aunque se trate de fondos gestionados por entidades distintas.

Anexo 1: relación de abreviaturas

DPC: Deuda Pública Española a corto plazo.

IGBM: Índice General Bolsa Madrid

TAE: Tipo anual equivalente

Anexo 2: rentabilidades de la Deuda Pública Española a Corto³

AÑO	Interés DPC
1990	13,80%
1991	12,00%
1992	12,80%
1993	9,80%
1994	7,40%
1995	9,34%
1996	8,86%
1997	3,19%
1998	3,42%
1999	3,60%

TABLA 5: rendimientos Deuda Pública Española a corto plazo.

Bibliografía

Banco de España: *Boletines Estadísticos* desde junio de 1991 hasta diciembre de 1999.

De Bondt W.F.M- R. Thaler (1987) "Further Evidence on Investor Overreaction and Stock Market Seasonality" *Journal of finance*, XLII(3), pp. 557-581

Dimson, E. (1988) "Stock Market Anomalies" Cambridge University Press.

Fama E. F.-K.R. French (1988) "Permanent and Temporary Components of Stock Prices" *Journal of Political Economy*, 96(2), pp. 246-273

Gonzalez A- Suárez (1992) "Análisis de la rentabilidad histórica de la inversión en acciones, deuda pública y renta fija privada en el mercado de capitales español", Bolsa de Madrid.

Kato K.-J.S. Schallhei "Seasonal and Size Anomalies in the Japanese Stock Market" *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20 (2), pp. 243.260.

Martínez J.A- J.Paricio (1992) "La racionalidad del Mercado de Valores" *Curso de Bolsa*, vol. 2, pp.73-91, Ed. Ariel, Barcelona

Thaler, R.H. (1987 a) "The January Effect" *Journal of Economic Perspective*, 1 (1), pp. 197-201

Thaler, R.H. (1987 b) "Seasonal Movements in Security Prices II: Weekend, Holiday, turn of the Month and Intraday Effects" *Journal of Economic Perspective*, 1 (2), pp.169-178

³ Fuente: Boletines Estadísticos del Banco de España