

## THE VALUE OF ADJUSTING THE BIAS IN RECOMMENDATIONS: INTERNATIONAL EVIDENCE

### **Marina Balboa**

*Associate Professor*  
*Departamento de Economía Financiera y Contabilidad*  
*Universidad de Alicante*  
*Apartado de correos 99*  
*03080 San Vicente del Raspeig (Alicante)*  
*Tel.: +34 965903621*  
[marina.balboa@ua.es](mailto:marina.balboa@ua.es)  
*Spain*

### **Juan Carlos Gómez-Sala**

*Professor*  
*Departamento de Economía Financiera y Contabilidad*  
*Universidad de Alicante*  
*Apartado de correos 99*  
*03080 San Vicente del Raspeig (Alicante)*  
*Tel.: +34 965903621*  
[gsala@ua.es](mailto:gsala@ua.es)  
*Spain*

### **Germán López-Espinosa\***

*Associate Professor*  
*Departamento de Empresa*  
*Universidad de Navarra*  
*Edificio de Bibliotecas (Entrada Este)*  
*31080 Pamplona*  
*Tel.: +34 948425600. Ext:2791*  
[glespinosa@unav.es](mailto:glespinosa@unav.es)  
*Spain*

**Keywords:** country-bias, adjusted consensus, international portfolio management, investment strategy.

---

\* Corresponding author: [glespinosa@unav.es](mailto:glespinosa@unav.es). All errors remain our sole responsibility. We thank an anonymous referee for comments and suggestions.

## The value of Adjusting the Bias in Recommendations: International Evidence

### Resumen

La literatura financiera ha mostrado que tanto las predicciones de beneficios como las recomendaciones de inversión que realizan los analistas están sesgadas de manera optimista. Sin embargo, mientras que el sesgo en las primeras ha tendido a desaparecer en el tiempo, esto no es así para las segundas. Ello implica que las recomendaciones resultan menos creíbles para los inversores que las predicciones de beneficios. La mayor parte de estudios acerca de las recomendaciones se ha realizado considerando países aisladamente. En este trabajo, sin embargo, consideramos un contexto internacional para estudiar si pueden implantarse estrategias de inversión rentables cuando se ajusta el sesgo de las recomendaciones en cada país. El ajuste que proponemos para corregir el sesgo considera que éste es diferente en cada país, y, además, el ajuste varía en el tiempo para incluir el hecho de que el sesgo también lo hace dentro de cada país. Nuestros resultados muestran que, de hecho, existen diferencias significativas en el nivel de sesgo entre los países analizados, siendo Estados Unidos y el Reino Unido los que presentan mayor sesgo. En segundo lugar, encontramos que las carteras basadas en el consenso ajustado son más independientes respecto de los típicos estilos de inversión (Tamaño, *Book-to-Market*, y grado de cobertura) y que los inversores pueden implantar estrategias rentables basándose en el consenso ajustado. De esta forma, los resultados muestran que las mayores rentabilidades ajustadas por riesgo se producen en los países con menor sesgo. En tercer lugar, este trabajo conlleva una aplicación práctica, ya que presenta el valor que tiene ajustar el consenso cuando se construyen carteras en un contexto internacional.

### Abstract

The financial literature has shown that both earnings forecasts and investment recommendations are optimistically biased. However, while the bias in earnings forecasts has decreased over time and even some recent studies show that they are no longer optimistic, in the case of investment recommendations this bias still remains relatively constant over time. Therefore, it seems that recommendations are less credible to investors than earnings

forecasts. The vast majority of recommendation studies have been carried out at the country level. In this line, this paper uses an international context to study whether profitable investment strategies exist when adjusting the recommendation bias of each analyzed country. The adjustment we propose to correct this bias takes into account the differences across countries, and also varies in time to correct for the changes in bias over time within countries. Our empirical results show that there are in fact significant differences in the level of bias among countries, with the United States and the United Kingdom being the countries with the highest bias. Second, the adjusted consensus portfolios are more orthogonal to typical investment styles (Size, Book-to-Market and Attention) and we find that investors could implement a higher number of profitable investment strategies using this adjusted measure. In this line, the results show that the countries with the lowest bias obtain the highest risk adjusted abnormal returns. Third, our work entails a practical implication, as it shows the value embedded in a simple necessary adjustment in the global asset management context. This is an important result showing that profitable investment strategies exist when considering a global portfolio based on adjusted recommendations.

**JEL Classification:** G10, G14, G20, G24