

Alessandro Paolo Rigamonti

**INCERTEZZA
E POLITICHE
DI BILANCIO AZIENDALI**

I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati
possono consultare il nostro sito Internet: www.francoangeli.it e iscriversi nella home page
al servizio “Informatemi” per ricevere via e-mail le segnalazioni delle novità.

Alessandro Paolo Rigamonti

**INCERTEZZA
E POLITICHE
DI BILANCIO AZIENDALI**

FrancoAngeli

Volume pubblicato con il contributo del Master CFO del Dipartimento
di Economia e Management dell'Università di Pisa

Isbn e-book: 9788835183358

Copyright © 2025 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore.
Sono riservati i diritti per Text and Data Mining (TDM), AI training e tutte le tecnologie simili.
L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza
d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito www.francoangeli.it.

I link attivi presenti nel volume sono forniti dall'autore. L'editore non si assume alcuna
responsabilità sui link ivi contenuti che rimandano a siti non appartenenti a FrancoAngeli

*Alla mia famiglia,
fonte inesauribile di ispirazione.*

INDICE

Prefazione di Giulio Greco	pag.	9
Premessa	»	11
1. Il concetto di incertezza nell'economia aziendale	»	13
1.1. L'azienda e l'incertezza	»	13
1.2. Definire l'incertezza	»	16
1.3. Gli effetti dell'incertezza	»	17
1.4. Le caratteristiche note dell'incertezza	»	19
2. Misurare l'incertezza	»	23
2.1. Due problemi: la misura e la misurazione	»	23
2.2. Misure dell'incertezza	»	24
2.3. Modelli econometrici per isolare l'effetto dell'incertezza	»	29
2.4. Conclusioni	»	30
3. Le politiche di bilancio aziendali	»	31
3.1. La discrezionalità del redattore del bilancio	»	31
3.2. Il concetto di politiche di bilancio nell'economia aziendale	»	33
3.3. L'Earnings Quality nella letteratura internazionale	»	35
3.4. I metodi di misurazione	»	38

4. L'incertezza e le politiche di bilancio nelle aziende produttrici di materie prime	pag. 49
4.1. La rilevanza dell'incertezza per le aziende produttrici di materie prime	» 49
4.2. Analisi della letteratura	» 51
4.3. Sviluppo dell'ipotesi	» 52
4.4. Le caratteristiche delle aziende produttrici di materie prime	» 54
4.5. Metodologia	» 56
4.6. Risultati empirici	» 62
4.7. Test di endogeneità	» 70
 5. Conclusioni	 » 75
5.1. Discussione dei risultati	» 75
5.2. Contributi alla letteratura	» 77
5.3. Conclusione e possibili ricerche future	» 79
 Tabelle	 » 81
 Bibliografia	 » 99

PREFAZIONE

Il tema dell’incertezza, nella sua accezione economica e aziendale, rappresenta oggi uno dei fenomeni più rilevanti e complessi del dibattito scientifico contemporaneo. L’instabilità geopolitica, la transizione tecnologica, la volatilità dei mercati finanziari e la crescente interdipendenza tra le economie hanno reso l’incertezza una condizione strutturale dell’ambiente competitivo in cui le aziende operano. In tale scenario, comprendere le modalità attraverso cui l’incertezza influenza le decisioni aziendali e, in particolare, le politiche di bilancio, assume un significato cruciale sia per la ricerca accademica sia per la prassi manageriale.

La monografia si colloca all’interno di questo quadro, proponendo un’analisi sistematica e rigorosa del rapporto tra incertezza e politiche di bilancio. L’Autore affronta un tema di grande attualità e di forte impatto teorico, approfondendo le implicazioni che la variabilità dell’ambiente esterno esercita sui comportamenti contabili, sulle scelte di *reporting* e, più in generale, sui processi decisionali delle aziende dell’area amministrazione, finanza e controllo. Il lavoro si distingue per l’ampiezza della prospettiva teorica e per la solidità dell’impianto metodologico, integrando un’approfondita rassegna della letteratura internazionale con un’analisi empirica accurata e originale.

Il lavoro introduce il concetto di complessità dell’economia aziendale e illustra come l’incertezza rappresenti una condizione strutturale del sistema d’azienda, motivando la necessità di indagarne gli effetti sulle scelte contabili e gestionali. Viene analizzato il significato di incertezza e la sua distinzione rispetto al rischio, mostrando come essa incida sui comportamenti decisionali e sull’equilibrio economico delle aziende in un contesto globale sempre più instabile. Inoltre, si esaminano i principali approcci e indicatori utilizzati per quantificare l’incertezza – dalla volatilità dei mercati agli indici basati sui media, sulle previsioni e sulla fiducia dei consumatori – discutendone vantaggi, limiti e implicazioni metodologiche. Successivamente si approfondisce il ruolo della discrezionalità nella redazione del bilancio, analizzando i

modelli teorici ed empirici che misurano l'*earnings management* e la qualità dell'utile. L'ultimo capitolo presenta un'analisi empirica sulle aziende produttrici di materie prime, esaminando l'effetto dell'incertezza sui comportamenti di *smoothing* degli utili. Il volume conclude discutendo i risultati ottenuti, i contributi teorici e pratici alla letteratura economico-aziendale e proponendo nuove direzioni di ricerca sul ruolo dell'incertezza nella qualità dell'informazione contabile e nei processi decisionali d'azienda.

Il volume offre spunti di riflessione di rilievo per la ricerca accademica, nonché per i *policymaker*, i professionisti dell'economia aziendale, in particolare per i Chief Financial Officer (CFO), i controller e i responsabili delle funzioni di amministrazione, finanza e controllo. La capacità di interpretare correttamente tali fenomeni consente infatti di rafforzare la qualità dell'informativa economico-finanziaria e di migliorare la fiducia degli *stakeholder* nei confronti dell'impresa.

Pisa, 20 ottobre 2025

Prof. Giulio Greco

Direttore Scientifico del Master CFO

Università di Pisa

PREMESSA

Quando ho iniziato il mio percorso accademico, sentivo i professori di ogni corso ripetere che l'economia aziendale è una materia complessa. Consideravo quella frase un cliché che ogni docente ripete per cercare di stimolare la classe a concentrarsi, ma anche come un invito implicito a prendere gli esami sul serio. Fino a quando, un giorno, un buon amico mi insegnò la differenza tra due parole che sembrano sinonimi ma racchiudono significati diversi: complicato e complesso.

Complicato deriva dal latino “*cum plico*”, che significa “con pieghe”. Tutto ciò che è complicato può essere spiegato, nel senso letterale di “eliminare le pieghe”. Per comprendere un problema complicato, è necessario togliere le pieghe che lo rendono tale. È pertanto semplice individuare una relazione causa-effetto quando gli eventi sono complicati.

Complesso deriva invece dal latino “*cum plecto*”, che significa “intrecciato”. Le cose complesse non possono essere “spiegate” perché non ci sono pieghe da eliminare. Per comprendere un problema complesso, è necessario indagarlo in modo sistematico. È difficile stabilire una relazione causa-effetto quando gli eventi sono complessi.

Negli ultimi anni, abbiamo assistito a un’evoluzione della ricerca volta ad affrontare il problema dell’endogeneità per stabilire un legame più chiaro e preciso tra causa ed effetto. I *policymaker* hanno bisogno delle prove di un nesso causale per poter implementare decisioni e soluzioni credibili ed efficaci.

Le aziende sono un sistema *complesso*, e stabilire una relazione causale tra un fenomeno e le loro scelte richiede un grande sforzo. Per esempio, Zhang *et al.* (2022) evidenziano che solo il 40% degli articoli pubblicati sulle imprese familiari affronta esplicitamente il problema dell’endogeneità.

Il tema affrontato con questo lavoro di ricerca è a sua volta complesso. L’incertezza è un fenomeno pervasivo, difficile da misurare e spesso confuso con il concetto di rischio. Le politiche di bilancio sono un tema affascinante che occupa il dibattito della dottrina Economico-Aziendale da lunghissi-

mo tempo. L'argomento è stato ampiamente studiato in letteratura, ma con risultati contrastanti. Negli ultimi venti anni l'incertezza è aumentata notevolmente diventando uno dei temi rilevanti per le aziende. Si è reso quindi necessario uno studio sul tema con il fine di provare a riconciliare i risultati contrastanti.

Nel testo si mostra in che modo l'incertezza e le politiche di bilancio sono collegate. L'incertezza influenza l'ambiente economico mondiale e il loro impatto si estende oltre la tradizionale "economia reale", influenzando banche, investitori e quindi tutto il sistema finanziario. Le scelte contabili sono influenzate dall'incertezza presente anche se il suo effetto non è omogeneo e si differenzia per l'esposizione che le aziende hanno all'incertezza.

L'autore desidera ringraziare il prof. Giulio Greco per l'importante supporto e i preziosi commenti ricevuti nello svolgimento di questa ricerca.

L'autore desidera inoltre ringraziare il prof. Alessandro Capocchi, la prof.ssa Mariarita Pierotti e la prof.ssa Orlandini per il supporto ricevuto negli anni del dottorato.

L'autore vuole ringraziare anche i numerosi colleghi con cui si è confrontato nel corso di questi anni durante i suoi studi all'estero e durante le presentazioni a convegni nazionali ed internazionali. In particolare, si ringrazia la prof.ssa Maria Correia, il prof. Stefano Cascino, il prof. Luca Del Viva.

Infine, i ringraziamenti vanno alle Università di Pisa, Siena e Firenze che organizzano in forma associata il Dottorato di economia aziendale e management che mi ha formato.

L'autore è ovviamente il solo responsabile di qualunque inesattezza o imprecisione contenuta nel testo.

Alessandro Paolo Rigamonti

1.

IL CONCETTO DI INCERTEZZA NELL'ECONOMIA AZIENDALE

1.1. L'azienda e l'incertezza

La dottrina Economico-Aziendale vede nel fine ultimo dell'azienda la continuità della stessa attraverso la costruzione di un equilibrio economico capace di creare valore sostenibile nel tempo.¹ L'azienda inoltre deve essere analizzata come un sistema aperto che ha continui scambi con l'ambiente², inteso come il contesto esterno all'azienda e nel quale essa si trova ad operare.

1. “L'azienda può essere intesa come una unità elementare dell'ordine economico-generale, dotata di vita propria e riflessa, costituita da un sistema di operazioni, promanante dalla combinazione di particolari fattori e dalla composizione di forze interne ed esterne, nel quale i fenomeni della produzione, della distribuzione e del consumo vengono predisposti per il conseguimento di un determinato equilibrio economico, a valere nel tempo, suscettibile di offrire una rimunerazione adeguata ai fattori utilizzati e un compenso, proporzionale ai risultati raggiunti, al soggetto economico per conto del quale l'attività si svolge” (Giannessi 1960, p. 46). Oppure, lo Zappa parla di “istituto economico destinato a perdurare” (Zappa, 1957). Ferrero parla di “il principio economico che condiziona l'esistenza e l'operatività dell'azienda trova la sua generale espressione nella dinamica relazione di equilibrio tra il fabbisogno di fattori dei quali l'azienda stessa necessita ... e la capacità di copertura del fabbisogno medesimo (Ferrero, 1981). Bertini sostiene che “l'aspetto centrale che domina la vita dell'azienda è quello della produzione di ricchezza” (Bertini, 1990). Più recentemente, “L'impresa è un istituto economico destinato a durare nel tempo mediante la continua autogenerazione di valore, condizione ritenuta indispensabile al fine di mantenere le condizioni di equilibrio e di garantirne la sopravvivenza e lo sviluppo” (Amaduzzi, 2000, p. 3).

2. Zappa scriveva “I cambiamenti nelle coordinazioni aziendali si manifestano anche in correlazione con i fenomeni esterni, e coesistenze e sequenze interne ed esterne saranno spesso collegate” (Zappa, 1946). Bertini afferma che “al pari degli organismi viventi, l'azienda tende a riprodursi e rigenerarsi secondo un processo continuo che ammette non soltanto mutamenti strutturali interni, con possibile sostituzione di elementi, ma risulta altresì perennemente influenzata dalle condizioni ambientali. Si determina, in altre parole, un interscambio continuo tra l'azienda e il proprio ambiente senza che sia perciò possibile distinguere i mutamenti

L’ambiente nel quale le aziende operano è dinamico e in costante mutamento. Nessuna azienda opera in un ambiente statico e dunque certo. Questa condizione rende inevitabile per una azienda operare navigando livelli di incertezza mutevoli ma permanenti. Sapersi confrontare con le incertezze è una capacità dalla quale dipende l’effettivo realizzarsi dell’equilibrio economico e del mantenimento dello stesso nel tempo. Saper fronteggiare l’incertezza è quindi una possibile leva per generare un vantaggio competitivo.

I concetti di incertezza e di rischio sono indissolubilmente legati e talvolta gli studiosi utilizzano impropriamente i due termini come sinonimi. La tipologia di relazione tra incertezza e rischio è di tipo diretto: maggiore è l’incertezza e maggiore è il rischio per le aziende. L’aumento di rischio si genera attraverso una maggior dispersione dei possibili eventi ma anche dalla mancanza di informazioni necessarie ad analizzare in modo effettivo il fenomeno. In questa trattazione si rende necessario chiarirne le differenze sin dal principio al fine di evitare possibili incomprensioni o confusioni. La principale distinzione largamente accettata anche negli studi di *risk management* è che il rischio ha le caratteristiche di misurabilità, mentre l’incertezza di non misurabilità.³ Il rischio può quindi essere rappresentato da una funzione di probabilità che descrive la probabilità associata ad un possibile esito dell’evento preso in considerazione. L’incertezza rappresenta invece un concetto più astratto poiché non può essere rappresentata da una funzione di probabilità e non può essere misurata facilmente. Risulta quindi evidente che per ridurre il rischio associato ad un aumento di incertezza gli operatori economici cercano di ottenere informazioni per aumentare i rischi conosciuti, comprendere meglio il fenomeno, e poter intraprendere le azioni correttive necessarie. Knight (1921) parla dell’incertezza come una condizione fondamentale della vita. Inoltre, distingue la probabilità in tre tipi: matematica, statistica, e stime. Quando si parla di incertezza si fa riferimento a fenomeni a cui possiamo attribuire stime.⁴

L’ambiente nel quale le aziende operano è diventato da più di un decennio sempre più incerto a seguito di mutamenti anche marcati del contesto economico, sociale, politico, e legislativo che si verificano con regolarità e influenzano l’operatività aziendale. Lo sviluppo tecnologico e la globalizza-

propri dei processi originari da quelli indotti. Il sistema azienda, al pari di quello cellulare, è perciò aperto” (Bertini, 1986, p. 33).

3. Nel Capital Asset Price Model (CAPM), il fattore beta misura il rischio sistematico, e cioè il rischio ineliminabile di un titolo anche attraverso diversificazione. Studi recenti associano un aumento dell’incertezza ad un aumento dei beta.

4. Si veda Andrei (2023).

zione sono due fenomeni che hanno contribuito a rendere le aziende sempre più esposte alla incertezza in quanto lo sviluppo tecnologico ha accelerato i processi di cambiamento e la velocità a cui le aziende devono rispondere a questi cambiamenti e la globalizzazione ha eliminato i confini economici tra nazioni rendendo le aziende esposte alle mutazioni che avvengono in posti lontani. L'implicazione per le aziende è lo sviluppo di capacità adeguate per fronteggiare questi mutamenti. Ad esempio già Caramiello (1993, p. 5) esponeva che “la programmazione ha visto, nei tempi recenti, aumentare notevolmente la sua importanza a causa del mutato rapporto fra il sistema aziendale e l’ambiente esterno. In passato il primo era, rispetto ad oggi, molto meno rigido; il secondo era molto più calmo, cioè a variazioni meno intense e meno frequenti”. Come si vedrà successivamente nella trattazione, l’ambiente esterno è diventato sempre più turbolento.⁵

Una corretta strutturazione del capitale risulta un fattore chiave nel poter ristrutturare le condizioni di equilibrio economico, patrimoniale, e finanziario a seguito di eventi nell’ambiente esterno che possono perturbare gli equilibri del sistema aziendale. Rigenerare velocemente questo equilibrio garantisce la sopravvivenza nel tempo della azienda.⁶

Oltre ad incidere sulle scelte operative aziendali, l’incertezza ha un effetto sulle scelte contabili che vengono effettuate dagli amministratori. Lo scopo principale della monografia è la verifica teorica ed empirica dalla relazione tra le politiche di bilancio e l’incertezza. In particolare, gli obiettivi di ricerca cui il presente lavoro vuole cercare di rispondere possono essere rappresi nei seguenti interrogativi:

1. Quali sono le relazioni che esistono tra le politiche di bilancio e l’incertezza?
2. Quali sono i motivi per i quali le aziende adottano politiche di bilancio in situazioni di incertezza?
3. Quali sono gli effetti dell’adozione di una politica di bilancio da parte di una azienda in situazioni di incertezza?

Il presente capitolo prosegue fornendo una definizione di incertezza e descrivendo il meccanismo attraverso il quale l’incertezza influenza le aziende e l’informativa aziendale. Conclude fornendo un quadro motivando le ragio-

5. Sempre Caramiello (1993, p. 5) rileva come “la turbolenza ambientale caratterizza ormai, più o meno, la realtà economica di tutti i paesi industrializzati.”

6. Ancora Caramiello (1993, p. 5) “In passato l’azienda, prima che l’ambiente manifestasse variazioni intense, aveva la possibilità di ammortizzare i propri investimenti, quindi di prepararsi con convenienza ai rinnovi necessari per fronteggiare il cambiamento. Oggi, in presenza di un ambiente velocemente variabile, l’azienda spesso si trova spiazzata nella politica del rinnovo, quindi nell’adeguamento alle nuove necessità.”

ne per cui l'incertezza è aumentata negli ultimi anni e descrivendo le caratteristiche principali dell'incertezza.

Il resto del libro è strutturato in questo modo. Il secondo capitolo analizza quali sono le migliori misure per approssimare l'incertezza e le metodologie per isolare il suo effetto. Il terzo capitolo descrive le politiche di bilancio ed i modelli che la letteratura ha sviluppato per misurare il fenomeno negli studi empirici. Il quarto capitolo presenta uno studio empirico che, analizzando un campione di imprese produttrici di materie prime, mostra come l'incertezza influenza le politiche di bilancio ed in particolare la strategia di *earnings smoothing*. Il quinto capitolo contiene le conclusioni, descrive i contributi alla letteratura, e propone degli spunti per possibili ricerche future.

1.2. Definire l'incertezza

Per un fenomeno così complesso come l'incertezza non esiste una singola definizione accettata universalmente. L'incertezza si verifica ogni volta in cui gli agenti economici non dispongono di informazioni complete e non hanno certezza riguardo gli eventi futuri o alle conseguenze delle loro decisioni. Le previsioni future si basano su valori passati e su ipotesi circa ciò che accadrà. Sebbene i dati storici siano una fonte utile per valutare l'andamento di una serie temporale, la validità dell'analisi dipende dalla misura in cui il futuro riprodurrà il passato. Ogni decisione si fonda su lezioni apprese dal passato e su intuizioni riguardanti gli scenari futuri.⁷

Knight viene considerato il primo ad aver evidenziato la differenza tra rischio ed incertezza definendola come la componente non misurabile: “It will appear that a measurable uncertainty, or ‘risk’ proper, as we shall use the term, is so far different from an unmeasurable one that it is not in effect an uncertainty at all. We shall accordingly restrict the term ‘uncertain’ to cases of the non-quantitative type. It is this ‘true’ uncertainty, and not risk, as has been argued, which forms the basis of a valid theory of profit and accounts for the divergence between actual and theoretical competition”.⁸

Lo stesso Sassi (1940, p. 78) definisce l'incertezza come “uno stato generico che inibisce la completa nozione dello svolgimento dei fatti” e ancora “l'incertezza è il fondamento del rischio ma non costituisce ancora rischio”.

7. Cavalieri (2003, p. 191) “l'uso delle formule finisce col dare l'illusione del rigore metodologico a valutazioni effettuate utilizzando grandezze definite attraverso indagini affrettate”

8. Si veda Knight (1921).

Ogni azienda si trova a operare dovendo rispettare vincoli specifici: vincoli economici, giuridici, politici e sociali. Nel prendere le decisioni, gli amministratori devono confrontarsi con i limiti intrinseci dell’azienda che possono riguardare la scarsità di risorse, la carenza di competenze, la disponibilità di asset, la mancanza di informazioni o di tempo per intraprendere determinati progetti. In contesti incerti, la tempestività dell’informazione può risultare più rilevante della sua qualità. Si pone un *trade-off* tra ricevere un’informazione completa ma tardiva, e riceverne una parziale ma in tempo utile per influenzare la decisione. Un utilizzo inefficiente del tempo impone limiti quasi automaticamente, escludendo la possibilità di adottare scelte più appropriate.⁹

Inoltre, le aziende operano in un contesto competitivo, reattivo alle azioni degli altri agenti economici. Ciò genera una situazione dinamica, mai statica. In certi casi si osserva anche un effetto “gregge”, in cui la decisione iniziale di un’impresa influenza le altre, inducendo i manager a ignorare informazioni interne (Scharfstein & Stein, 1990). I dirigenti devono quindi adattare i mezzi disponibili agli obiettivi prefissati, i quali però possono mutare in base al contesto operativo.

1.3. Gli effetti dell’incertezza

Comprendere in che modo l’incertezza influisce sul funzionamento delle aziende è piuttosto intuitivo. Questa sezione descrive i canali attraverso cui tale influenza si esercita. La letteratura individua due canali negativi e due positivi.

Il primo canale negativo riguarda le opzioni reali. Si tratta di decisioni economicamente rilevanti relative a beni tangibili, che fanno parte della flessibilità gestionale del management. Esempi includono l’espansione della capacità produttiva, l’adattamento o l’abbandono di asset.

Una opzione reale influenza le scelte operative dell’impresa. Quando la decisione implica costi reversibili elevati, il valore dell’attesa aumenta, poiché consente di evitare errori costosi. Di conseguenza, in situazioni di incertezza, le aziende attuano comportamenti più prudenti e rinviano gli in-

9. Caramiello (1993, p. 85) rileva “L’efficacia e la tempestività delle rilevazioni costituisce, appunto, la condizione indispensabile per l’efficacia e la tempestività delle decisioni, quindi delle operazioni che ne conseguono”. Candiotti (2013) evidenzia che “la tempestività viene ritenuta in requisito essenziale per ogni informazione: le informazioni sono utili e convenienti se consentono immediate percezioni degli accadimenti aziendali e un diretto controllo sull’intera gestione”

vestimenti.¹⁰ Se invece la decisione è facilmente reversibile, l'impresa non ha motivi per posticiparla. I consumatori si comportano in modo analogo in presenza di incertezza tendendo a posticipare gli acquisti di beni durevoli.¹¹

Il secondo canale negativo riguarda la relazione tra avversione al rischio e premio per il rischio. Quando il rischio aumenta, gli agenti economici richiedono rendimenti più elevati. Un livello maggiore di incertezza accresce la probabilità di default, influenzando il costo del finanziamento. Poiché i prestiti diventano più rischiosi, l'incertezza fa aumentare i tassi di interesse passivi. Inoltre, gli agenti economici incrementano il risparmio precauzionale, riducendo così la domanda aggregata. In tali contesti, l'incertezza può innescare vere e proprie profezie che si auto avverano: in assenza di aspettative credibili sul futuro, gli agenti pessimisti assumono che si verificherà l'esito peggiore, tagliando consumi e investimenti.

I canali positivi si riferiscono alle opzioni di crescita e all'effetto Oi-Hartman-Abel. Le opzioni di crescita riguardano gli effetti potenzialmente positivi sugli investimenti quando aumenta la possibilità di conseguire rendimenti elevati. Questo meccanismo è particolarmente rilevante nei settori ad alta intensità di ricerca e sviluppo, che talvolta beneficiano di periodi di incertezza.

L'effetto Oi-Hartman-Abel si riferisce a quelle imprese capaci di adattare con facilità la propria capacità produttiva in risposta a variazioni delle condizioni economiche, traendone profitto. La letteratura riconosce che questi effetti positivi tendono a manifestarsi nel medio-lungo termine, mentre quelli negativi dominano nel breve periodo.

Dalla descrizione dei meccanismi sopra illustrati emergono alcune considerazioni. La dimensione psicologica del comportamento umano non può essere tralasciata quando si parla di incertezza. L'avversione alle perdite è talmente forte da far rinunciare alle aziende ad opportunità, anche a costo di sacrificare potenziali guadagni. La flessibilità aziendale è essenziale nei periodi di incertezza poiché consente di posticipare decisioni rischiose e cogliere opportunità nel lungo periodo. L'incertezza può rappresentare una minaccia, ma anche un'opportunità per quelle imprese dotate di flessibilità organizzativa, patrimoniale, strategica e informativa.

10. Per un approfondimento sulle opzioni di rinviare o abbandonare un progetto si veda Damodaran e Roggi (2015).

11. Si veda Darby (1972), Katona (1975), ma anche più recentemente Coibion *et al.* (2024) e Kostyshyna e Petersen (2024).

1.4. Le caratteristiche note dell’incertezza

L’incertezza non ha ricevuto un interesse scientifico legato solamente alla disponibilità di nuovi strumenti per la sua misurazione. La rilevanza degli studi svolti dai ricercatori si spiega anche per le implicazioni pratiche che l’incertezza ha nel mondo reale. All’incontro annuale del Fondo Monetario Internazionale, la direttrice generale Kristalina Georgieva ha affermato che “Stiamo vivendo un cambiamento fondamentale nell’economia globale: da un mondo relativamente prevedibile, con un quadro normativo fondato su regole per la cooperazione economica internazionale, tassi d’interesse bassi e inflazione contenuta, a un mondo più fragile, segnato da una maggiore incertezza, più elevata volatilità economica, confronti geopolitici e disastri naturali più frequenti e devastanti. Un mondo in cui qualunque Paese può facilmente e più frequentemente essere spinto fuori rotta.”

Bloom *et al.* (2022) identificano i cinque principali shock avvenuti negli ultimi dieci anni che hanno prodotto l’aumento di incertezza registrato. Principalmente si tratta di eventi difficilmente prevedibili con molto preavviso, alcuni completamente inaspettati, che hanno cambiato repentinamente le attese riguardo al futuro e a cui le aziende hanno dovuto rispondere modificando le loro strategie.

Dal punto di vista di chi scrive, questi cinque shock possono essere raggruppati sotto tre categorie principali. La brexit,¹² la guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina,¹³ il Covid-19 hanno avuto un effetto marcato sul commercio¹⁴ ed ha aumentato l’incertezza (Baker *et al.* 2020). La presidenza Trump ha inciso sulle politiche economiche e la guerra in Ucraina sulla disponibilità delle materie prime energetiche creando una spinta inflazionistica.

12. Bloom *et al.* (2019) sostiene che a causa della Brexit vi sia stata una riduzione degli investimenti di circa l’11% negli investimenti e una diminuzione della produttività stimabile tra il 2% e il 5%. Soner *et al.* (2024) una riduzione nei prestiti concessi alle aziende britanniche rispetto a quelli concessi alle aziende europee con un effetto marcato principalmente per le piccole e medie imprese.

13. Fajgelbaum e Khandelwal (2022, p. 207) stimano che le importazioni ed esportazioni colpite corrispondessero al 3,6% del PIL USA e al 5,5% del PIL cinese. I dazi medi americani sui beni cinesi sono passati dal 3,7% al 25,8%, mentre quelli cinesi sui prodotti americani dal 7,7% al 20,8%.

14. L’UNCTAD ha rilevato una riduzione del 20% del commercio globale nel secondo trimestre 2020, e alcuni economisti hanno definito il periodo come una “ibernazione dell’economia mondiale” (Didier *et al.*, 2021).