

# Crisi finanziaria, economia reale e Scrittura

---

## 1. *Introduzione*

**L**a crisi che ha investito il mondo globalizzato a partire dall'estate del 2007, in primo luogo nei suoi risvolti di carattere finanziario e successivamente in quelli attinenti all'economia reale, ha sortito l'effetto di mettere a nudo i molti limiti che caratterizzano l'economia di mercato, in particolare nel contesto anglosassone. La crisi ha messo in luce anche la povertà e l'incompletezza dei rimedi che la scienza economica ha sviluppato nel corso del tempo per fare fronte a tali momenti d'instabilità<sup>1</sup> che peraltro da sempre, anche se con particolarità diverse,<sup>2</sup> caratterizzano il capitalismo. Inoltre la crisi ha fatto emergere una

---

\* Professore di Finanza aziendale all'Università Cattolica di Milano.

<sup>1</sup> C.M. REINHART – K. ROGOFF, *Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton 2009, provano a dare una definizione di crisi finanziaria catalogando, in modo puntuale, le possibili casistiche di "crisi finanziaria". Secondo una modalità di definizione basata su requisiti qualitativi i due autori catalogano le crisi come: *a*) crisi da inflazione; *b*) crisi valutarie; *c*) bolle su prezzi di attività finanziarie o reali. Secondo una modalità di ripartizione per eventi queste possono essere catalogate come: *a*) crisi bancarie; *b*) crisi di debito estero; *c*) crisi di debito domestico.

<sup>2</sup> Fra gli economisti ha avuto una notevole eco la sopra ricordata pubblicazione del volume di Reinhart e Rogoff. Tale volume nega con decisione l'attribuzione di caratteri assolutamente peculiari alla crisi finanziaria apertasi nell'estate del 2007. In modo significativo i due autori scrivono nella prefazione all'opera: «No matter how different the latest financial frenzy or crisis always appears, there are usually remarkable similarities with past experience from other countries and from history. Recognizing these analogies and precedents is an essential step toward improving

dimensione complessiva di rischio di sistema non percepito appieno né dalle autorità di regolamentazione nazionali e internazionali, né tantomeno dai sistemi di controllo dei rischi dei singoli intermediari creditizi e successivamente della rischiosità del debito emesso da molti stati sovrani. Uno degli effetti della crisi è infatti quello di avere reso il mondo globalizzato un luogo progressivamente “più rischioso”, sia nella dimensione politica ed economica per quanto riguarda nazioni, istituzioni e imprese, sia in quella sociale che riguarda le comunità e da ultimo da un punto di vista esistenziale che caratterizza le singole persone, la loro storia e la loro vita. La storia economica e finanziaria ha evidenziato con chiarezza che ogni momento di crisi finanziaria giustappone ricorsi storici<sup>3</sup> e specificità proprie. Tuttavia si può affermare che le crisi finanziarie, «come le pestilenze, agiscono sulle comunità umane come fattori improvvisi di assenza della legge. L'effetto sugli individui spesso è la lussuria, l'abbandonarsi al vizio, alla depravazione, al delitto».<sup>4</sup> Di questa affermazione, a prima vista eccessiva, si trova abbondante evidenza sia negli scritti degli storici classici, da Tucidide a Senofonte, da Polibio a Tacito, sia in quelli di grandi letterati, da Lucrezio al Manzoni. Nello stesso tempo si può asserire che un'attenta analisi delle grandi crisi bancarie, da quella delle banche di Sindona (1974) a quella del Banco Ambrosiano (1982) nel contesto italiano, fino al più recente fallimento di Lehman Brothers (2008) oltre l'Atlantico, proponga evidenze analoghe.<sup>5</sup> Gli “effetti sugli individui” ricordano molto alcuni degli eccessi del capitalismo degli ultimi anni che il sopraggiungere della crisi ha fatto emergere con rinnovato vigore. Da questo punto di vista si può dire che la crisi abbia avuto un effetto di “svelamento” dei meccanismi del sistema economico. Se l'economia e la finanza mostrano, a prima vista, una loro natura apparentemente asettica, è necessario ricordare che «i valori sono nell'impianto»,<sup>6</sup> ovvero nella loro dimensione

---

our global financial system, both to reduce the risk of future crisis and to better handle catastrophes when they happen».

<sup>3</sup> CH.P. KINDLEBERGER, *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, Wiley [Wiley Investment Classic], New York 1989.

<sup>4</sup> G. CARLI, *Cinquant'anni di vita italiana*, Laterza, Roma-Bari 1993, p. 263.

<sup>5</sup> L'enfasi sulla crisi bancaria, come precedentemente descritta, non fa dimenticare peraltro le molte crisi di società industriali che hanno caratterizzato i primi anni del nuovo secolo, come quelle di Parmalat e di Enron.

<sup>6</sup> M. HEIDEGGER, *Brief über den Humanismus*, Francke, Bern 1947. Ristampa in *Wegmarken*, Klostermann, Frankfurt a.M. 1976. Trad. di F.A. Capuzzi, *Letter on Hu-*

tecnica. A dispetto del loro apparente aspetto tecnico, le discipline economiche sono infatti fortemente intessute di una dimensione relazionale nella quale alberga una dimensione di giustizia,<sup>7</sup> che gli economisti definiscono equità. A proposito di questo aspetto di giustizia nelle relazioni economiche la Scrittura vigila con molta attenzione. Le crisi finanziarie agiscono sulle relazioni economiche mettendo a nudo la loro natura profonda e facendo emergere, in modo più nitido, pregi e limiti della dimensione valoriale dei rapporti economici e finanziari. Questa riflessione è articolata nel seguente modo. Nel secondo paragrafo si descriveranno brevemente le funzioni di un sistema creditizio, mentre nel terzo paragrafo si prenderanno in esame i momenti salienti della crisi finanziaria ed economica dall'estate del 2007 a oggi, con qualche rapido riferimento alla situazione italiana. Nel quarto paragrafo si passeranno in rassegna alcune implicazioni di carattere relazionale che scaturiscono dalla crisi proponendone una lettura alla luce di quanto suggerisce la Scrittura in tale materia. Il quinto paragrafo proverà a trarre qualche indicazione conclusiva.

## 2. *La natura e le funzioni degli intermediari*

La recente crisi finanziaria ed economica è stata caratterizzata da diversi momenti e aspetti fra loro strettamente connessi, le cui cause passate e i cui effetti futuri sono peraltro in parte ancora sconosciuti. Prenderemo in esame, in modo particolare, la natura della crisi finanziaria e bancaria nella specifica accezione di bolla sui prezzi di attività finanziarie e reali. La dottrina economica<sup>8</sup> ha definito gli intermediari creditizi come soggetti che trasformano rischi e scadenze, ovvero trasformano un attivo meno liquido<sup>9</sup> che dipende dalla tipologia

---

*manism*', in *Pathmarks*, ed. by W. McNEILL, Cambridge University Press, Cambridge 1998, pp. 239-276: 37 (ed. it. a cura di F. Volpi, *Lettera sull'umanismo*, Adelphi, Milano 2011<sup>9</sup>).

<sup>7</sup> L. CAMPIGLIO – C. BELLAVITE PELLEGRINI, *Giustizia ed economia*, in *Volare alla giustizia senza schermi. Un percorso interdisciplinare oltre l'equità*, a cura di C. CASALONE e P. FOGLIZZO, Vita e Pensiero, Milano 2006.

<sup>8</sup> D.W. DIAMOND – P.H. DYBVIK, *Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity*, «The Journal of Political Economy», 3, 1983 (XCI), pp. 401-419.

<sup>9</sup> Il profilo dell'attivo patrimoniale di un intermediario dipende dalla tipologia dei crediti erogati e dalle caratteristiche degli investimenti effettuati. Questi sono

di investimenti posti in essere in un passivo liquido<sup>10</sup> costituito dalle diverse forme di raccolta a loro disposizione. La teoria economica si è a lungo interrogata sulla natura dei compiti di un sistema finanziario e sulle caratteristiche della regolamentazione da adottare per gli intermediari. Per quanto riguarda la prima domanda si può dire che la teoria è concorde nel ritenere che un buon sistema finanziario debba avere due caratteristiche fondamentali, ovvero debba essere caratterizzato da un soddisfacente grado di stabilità e di efficienza.<sup>11</sup> Tali caratteristiche sono il presupposto necessario per intermediare, in modo efficace e vantaggioso per l'intero sistema economico, i fondi fra i soggetti strutturalmente in surplus, tipicamente le famiglie, e quelli in deficit, tipicamente le imprese. Per quanto riguarda la seconda domanda la teoria economica ha avuto un procedere più incerto. In alcuni momenti ha sottolineato l'esistenza di una specificità del sistema degli intermediari e in altri ha maggiormente inteso assimilare l'attività creditizia a una normale attività industriale. I prestiti che gli intermediari erogano a vantaggio delle diverse tipologie di soggetti economici che esercitano attività d'impresa permettono a questi di sviluppare i loro progetti di investimento. A livello aggregato tali progetti di investimento rappresentano una buona approssimazione del tasso di crescita del Prodotto Interno Lordo. Più numerosi sono i buoni progetti di investimento, maggiore è il tasso di crescita del Prodotto Interno Lordo. L'importanza dei sistemi bancari e finanziari per lo sviluppo dell'attività economica di una nazione è pertanto sempre stata messa in luce dalla teoria economica e per questo stesso motivo il buon funzionamento di tali sistemi è sempre stato al centro dell'interesse delle autorità di regolamentazione sia nazionali, sia internazionali, essendo un "patrimonio pubblico" di grande rilevanza. Non a caso una delle più rilevanti implicazioni di *policy* che seguirono la crisi degli anni Trenta, a livello globale, fu la nazionalizzazione

---

per definizione meno liquidi, se non illiquidi o necessitano di tempi di realizzo di diversa durata.

<sup>10</sup> Il passivo di un intermediario è costituito dal capitale proprio, ma soprattutto dalla raccolta da clientela che per lo più è a vista e può essere richiesta in qualunque momento.

<sup>11</sup> Le caratteristiche salienti di un sistema finanziario sono infatti la capacità di trasformazione di rischi e scadenze in modo efficiente e con una buona stabilità complessiva dei singoli intermediari. Le dinamiche evolutive dei sistemi finanziari hanno in determinati momenti prediletto la stabilità e in altri l'efficienza.

delle banche e la nascita di sistemi creditizi controllati dal soggetto pubblico. Come anche per le imprese industriali,<sup>12</sup> il più ricorrente pericolo che un singolo intermediario o un sistema creditizio possa correre è quello di essere insolvente, ovvero di non essere più in grado di fare fronte alle scadenze di pagamento che vengono generate dalla sua raccolta. Questo pericolo dipende anche in modo particolare dalla specifica struttura del bilancio di un intermediario che, per sua natura, è caratterizzato da una massa di capitale di debito ovvero della raccolta che un intermediario riceve dalla propria clientela o da altri intermediari rispetto ai mezzi propri molto più elevata rispetto a quella che caratterizza le imprese industriali. La dottrina economica ha pertanto elaborato, nel corso del tempo, una serie articolata di rimedi per scongiurare tale scenario. Se in passato, fino alla fine degli anni Ottanta, uno dei rimedi principali era costituito dalla definizione di una molto dettagliata specializzazione temporale e funzionale<sup>13</sup> degli intermediari, giustapposta alla proprietà pubblica del capitale degli stessi, a partire dall'inizio degli anni Novanta sono state prese in esame prospettive molto diverse. È stata attribuita molta importanza alla dotazione di capitale proprio degli intermediari. Tale dotazione è stata considerata dalla dottrina come primo baluardo contro l'insolvenza, attribuendo anche un crescente grado di attenzione alla capacità reddituale dei singoli intermediari. Tale capacità dipende in primo luogo dalla natura dell'attivo, ovvero dalla qualità e dalla tipologia, nonché dal grado di rischio degli investimenti fatti dalle banche. La stima del valore corrente dell'attivo di un intermediario, ovvero del prezzo corrente delle diverse tipologie di attività finanziarie e reali in cui l'intermediario ha investito, risulta essere pertanto un elemento di estrema rilevanza per monitorare e prevenire il rischio di insolvenza. La corretta determinazione del prezzo corrente delle attività reali e finanziarie, di fondamentale importanza per verificare

---

<sup>12</sup> L'insolvenza di un intermediario è molto più grave dell'insolvenza di una singola impresa industriale, anche di grandi dimensioni, proprio per la funzione di intermediazione di fondi compiuta dalle singole banche, che collega fra loro un numero molto elevato di soggetti economici.

<sup>13</sup> La totalità degli ordinamenti che furono emanati in seguito alla crisi degli anni Trenta prevedeva una stretta correlazione fra la natura della raccolta e quella degli impieghi per gli intermediari. Soggetti caratterizzati da raccolta a breve dovevano necessariamente avere impieghi a breve, mentre altri intermediari caratterizzati da una maggiore stabilità della raccolta potevano avere forme di impieghi di più lungo termine.

la solidità di un intermediario, è uno degli argomenti a cui la ricerca in campo finanziario ha dedicato maggiore e costante attenzione nel corso del tempo. Il prezzo dipende in sostanza dal valore attuale, ovvero riportato a oggi, dei flussi di cassa prodotti dall'attività oggetto di valutazione,<sup>14</sup> scontati a un determinato tasso di interesse che ne identifichi correttamente il rischio. Se la definizione dei flussi di cassa rappresenta un elemento di grande importanza per la valutazione delle attività, ma di relativamente semplice implementazione, al contrario la corretta identificazione del rischio è un elemento molto più complesso. Un'errata specificazione del grado di rischio porta sistematicamente a una sopravvalutazione o a una sottovalutazione dello stesso e genera sul mercato un prezzo non corretto delle attività finanziarie. La determinazione infatti di un prezzo non corretto o non di "equilibrio" può generare scenari che possono diventare preoccupanti.<sup>15</sup> La politica economica conosce tale situazione con la denominazione di fallimento del mercato. Qualcosa di simile è avvenuto nel corso della recente crisi economica e finanziaria, di cui si passano in rassegna alcuni elementi salienti nel corso del terzo paragrafo.

### 3. *I momenti salienti della crisi economica e finanziaria*

La genesi della recente crisi ha registrato infatti a partire dall'estate 2007<sup>16</sup> l'esistenza di un'intera classe di attività finanziarie, gli ormai noti mutui *subprime*, il cui prezzo era sistematicamente non corretto. Si trattava di mutui erogati a soggetti non in grado di fornire garanzie

---

<sup>14</sup> Si pensi per esempio al caso della valutazione di un titolo obbligazionario. Questo dipende dal valore del flusso di cassa da questo prodotto scontato per riportarlo al valore a oggi a un tasso di interesse che rappresenti correttamente il grado di rischio del titolo in essere. Come si vedrà nel corso del quarto paragrafo un'evidenza analoga la si può avere nel caso della valutazione di un'attività reale, come ad esempio un campo.

<sup>15</sup> Come si avrà modo di specificare meglio in seguito, la formazione di prezzi non di equilibrio sul mercato delle attività finanziarie comporta transazioni sugli stessi mercati a prezzi non di equilibrio. Questo significa che la transazione non risulta essere equa perché uno dei due contraenti registra un indebito arricchimento, mentre l'altro un ingiustificato impoverimento.

<sup>16</sup> Il 9 agosto 2007 ebbe luogo il primo rilevante ribasso sulle maggiori piazze finanziarie mondiali. Tale data è stata convenzionalmente assunta come momento di inizio della crisi finanziaria.

di carattere patrimoniale e prospettive reddituali adeguate a ripagare interessi e capitale ricevuto in prestito. Il grado di rischio che veniva attribuito a tale categoria di attività finanziarie era infatti significativamente inferiore rispetto a quello reale e pertanto il loro prezzo risultava sopravvalutato rispetto a quello effettivo.<sup>17</sup> La presenza di investimenti in tali titoli nei portafogli che componevano gli attivi di molti intermediari presenti nei diversi paesi aveva sortito l'effetto che il valore corrente dell'attivo di tali intermediari risultasse significativamente inferiore rispetto al loro effettivo costo d'acquisto. In altre parole si iniziò a rendersi conto che la bolla sulle attività finanziarie si stava sgonfiando. Molti intermediari si trovarono a dovere fare fronte agli impegni certi nel loro ammontare del passivo rispetto a poste dell'attivo, il cui valore corrente era significativamente diminuito nel tempo. Anche in una situazione di questo genere un intermediario non è tecnicamente insolvente se trova sul mercato soggetti disposti a concedergli fiducia, ovvero prestiti che gli permettano di fare fronte alle proprie scadenze sul lato del passivo. È noto che il bene più rilevante che un intermediario deve tutelare è infatti la propria reputazione. Una buona reputazione sul mercato significa, in questo caso, trovare altri intermediari disponibili a intervenire in proprio favore per supplire a esigenze di liquidità di breve periodo proprio perché nel corso del tempo l'intermediario ha saputo coltivare una diffusa fiducia nei propri confronti da parte degli altri soggetti presenti sul mercato. Le grandi insolvenze nel segmento creditizio colpiscono soprattutto quegli intermediari che hanno perso la loro reputazione. Questo è quanto successe il 15 settembre 2008 alla banca d'affari americana Lehman Brothers.<sup>18</sup> Il fallimento di Lehman Brothers può essere preso anche come riferimento del momento nel quale la crisi finanziaria iniziò a investire visibilmente l'economia reale. Per prevenire crisi sistemiche di questo tipo, già note nelle loro diverse

<sup>17</sup> In realtà tali tipologie di mutui vennero cartolarizzate, ovvero cedute dai soggetti che li avevano erogati ad altri operatori presenti sul mercato. La cessione di tali mutui all'interno di pacchetti di attività finanziarie con diverso merito di credito rendeva non facile la precisa individuazione del grado di rischio degli strumenti finanziari oggetto di negoziazione.

<sup>18</sup> Se indubbiamente Lehman Brothers aveva perso la propria reputazione sul mercato, il salvataggio sarebbe stato possibile grazie a un intervento pubblico. Non a caso il *rating* della banca d'affari americana era ancora soddisfacente. La decisione di non intervenire nel salvataggio di Lehman Brothers, con tutte le conseguenze che ne sono derivate, è stata una scelta di carattere politico.

forme fin da tempi che precedono la prima rivoluzione industriale,<sup>19</sup> le autorità monetarie agiscono da sempre come *lender of last resort*, ovvero come prestatori di ultima istanza, sia a livello nazionale, sia a livello internazionale, ovvero forniscono liquidità a intermediari in difficoltà per prevenire la loro possibile insolvenza ed evitare la genesi di *shock* di sistema.<sup>20</sup> La capacità da parte delle banche centrali di intervenire nei fallimenti bancari e da parte dei governi di promuovere politiche monetarie espansive a bassi tassi di interesse sono state le grandi eredità della crisi degli anni Trenta e della dottrina keynesiana. Nel momento più convulso della crisi, fra la parte finale del 2008 e i primi mesi del 2009, nella maggior parte dei paesi le autorità monetarie finanziarono l'acquisto di attività di dubbio merito creditizio,<sup>21</sup> impedendo di fatto l'insolvenza di molti intermediari e il possibile insorgere di scenari catastrofici sulle prospettive degli assetti economici globali. In quel frangente molti rievocarono la crisi degli anni Trenta<sup>22</sup> e le ricette che da quell'esperienza furono derivate. L'enorme massa di liquidità immessa sul mercato fece il suo effetto. A partire dalla primavera del 2009 i principali indici azionari che avevano registrato *performance* pesantemente negative a partire dall'agosto del 2007 iniziarono a risalire. La teoria economica sostiene che i mercati dei capitali anticipino quelli reali. Così era accaduto nella fase recessiva nel corso del biennio precedente e così accadde nella fase di ripresa nel corso del 2009. Nel corso della tarda estate

---

<sup>19</sup> Si pensi ai celebri casi della bolla sui bulbi dei tulipani nei Paesi Bassi del 1636 o alle due crisi gemelle di John Law in Francia e della South Sea Bubble nel Regno Unito nel 1720.

<sup>20</sup> L'applicazione di criteri aziendali a Stati sovrani è del tutto fuorviante. Per uno Stato sovrano il concetto tecnico di insolvenza non si collega a una crisi di liquidità, ma a una decisione politica di non onorare i propri impegni sullo scenario internazionale perché troppo gravosi in termini politici o sociali od anche semplicemente economici.

<sup>21</sup> Tali attività sarebbero state denominate dagli organi di informazione *toxic assets*, ovvero attività tossiche, prendendo a prestito un termine di carattere ecologico.

<sup>22</sup> Potendo valutare quegli eventi con un orizzonte temporale più lungo, si può affermare che il paragone con la crisi degli anni Trenta mostra alcuni limiti. Se è indubbio che la recente crisi abbia rappresentato il momento più difficile sperimentato dal capitalismo di mercato a partire dagli anni Trenta, bisogna ricordare che la caduta del Prodotto Interno Lordo fu di gran lunga superiore allora che adesso. Inoltre gli anni Trenta non furono caratterizzati dalla crisi del debito degli stati sovrani.



del 2009 e per i sei mesi successivi, fino alla primavera del 2010, si assistette a qualche primo timido segnale di ripresa. I dati trimestrali registrarono alcuni segnali di crescita del Prodotto Interno Lordo nei principali paesi industrializzati. Tuttavia i primi mesi del nuovo anno fecero intravedere un nuovo problema prospettico. Se da un lato l'ingente liquidità immessa sui mercati nel biennio precedente non aveva provocato dinamiche inflattive, soprattutto per il bassissimo tasso di crescita dell'economia, dall'altro faceva il suo ingresso sulla scena economica un serio problema di gestione del deficit corrente rispetto al Prodotto Interno Lordo e di dimensione dello stock del debito per gli stati sovrani, soprattutto per quelli economicamente più deboli e caratterizzati da fragilità strutturali, come ad esempio la Grecia e alcuni altri paesi dell'Europa Mediterranea e Orientale. Lo scenario di *default* di stati sovrani non è nuovo alla storia economica,<sup>23</sup> ma la prospettiva di possibili *default* a catena di stati sovrani rappresenta una prospettiva di fatto inedita. Tuttavia la violenza della crisi che si è abbattuta sui debiti dei paesi sopra ricordati è stata di tale forza e intensità che nel corso dei due anni seguenti la sopravvivenza stessa della moneta unica europea è stata messa a dura prova. Se da un lato il sistema finanziario italiano ha dimostrato una maggiore capacità di reggere alla crisi, anche per motivazioni che trovano le loro ragioni nella storia degli assetti istituzionali del sistema creditizio italiano, il paese sconta una serie di fragilità<sup>24</sup> nell'economia reale di carattere ormai profondo che, allo stato attuale, gli impediscono di nutrire prospettive di crescita di una qualche rilevanza nel medio-lungo periodo, a cui si aggiunge la dimensione del debito pubblico. Si può pertanto asserire che le criticità italiane sono molto più profonde e radicate rispetto alla recente crisi.

---

<sup>23</sup> Il già citato libro di Reinhart e Rogoff (2009) passa in rassegna in modo preciso gli episodi di *default* di stati sovrani sia con evidenze di carattere storico per il periodo compreso fra il 1300 e il 1800, sia con evidenze analitiche per il periodo compreso fra il 1800 e il 2009.

<sup>24</sup> Non rientra nelle finalità di questo articolo ripercorrere le fragilità caratteristiche italiane. Se ne vuole ricordare a livello esemplificativo solamente due: un'insufficiente dinamica della produttività che mette in discussione la qualità del capitale umano, ma soprattutto sociale del paese, e un ingente stock di debito pubblico, il più alto fra quelli dei paesi industrializzati.

#### 4. *Alcune implicazioni di valore presenti nella Scrittura*

Si vuole ora approfondire alcuni degli spunti contenuti nel corso del primo e secondo paragrafo di questo articolo sul significato valoriale presente nei prezzi delle transazioni sul mercato di *assets* reali e finanziari e sul loro già ricordato meccanismo di carattere apocalittico rispetto ad aspetti che apparentemente sembrano essere di carattere tecnico, ma che nella realtà sono di carattere valoriale e implicano una dimensione relazionale con rilevanti connotati di giustizia. Il tema del *pricing*, ovvero della corretta determinazione del prezzo di attività reali o finanziarie, è infatti presente nella Scrittura e in particolare nel *Levitico* che affronta il tema della modalità di attribuzione di un prezzo di equilibrio a un'importante attività reale dell'epoca di redazione del testo, ovvero un campo. *Levitico* 25,14-16 fornisce una spiegazione organica al tema della determinazione del prezzo di un'attività reale. Tali conclusioni possono essere applicate senza problemi anche ad attività finanziarie. Si tratta di tre versetti che, all'interno di un determinato contesto, quello del Giubileo, forniscono alcune indicazioni su come sia possibile ottenere il prezzo di equilibrio di un'attività reale. Per attività reale si intende un bene che abbia la caratteristica di produrre un flusso di cassa per il suo proprietario. In prima approssimazione non si distingue fra un'attività reale vera e propria e una rendita, anche perché, dato il basso tasso di crescita dell'attività economica nel mondo antico, i due concetti tendono in parte a coincidere. Tale metodologia può essere estesa facilmente anche ad altre attività reali o finanziarie. Non è un caso che tale tema, relativo al *pricing* per le attività reali o finanziarie, venga affrontato all'interno del Codice di Santità. Prima di procedere all'analisi dei versetti è necessario tuttavia provare a definire brevemente che cosa sia il Giubileo. Possiamo per il momento definire il Giubileo come un particolare istituto che vedeva, dopo un periodo di sette volte sette anni, ovvero dopo sette anni sabbatici, allo scadere del cinquantesimo anno, una riallocazione complessiva delle attività reali e della terra. Il significato di questa riallocazione, che storicamente non è mai avvenuta, trova il suo principale significato nel riportare alla memoria, ovvero nel ricordare, che la terra è proprietà di Dio. Venendo ora ai versetti presi in esame, questi fanno parte di una serie più ampia di prescrizioni. Di questi tre versetti, il primo rappresenta una premessa di carattere metodologico.

*Levitico* 25,14: «Quando vendete qualcosa al vostro prossimo o quando acquistate qualcosa dal vostro prossimo, nessuno faccia torto al fratello».

Dall'analisi del versetto 14 si evincono alcuni elementi interessanti. In primo luogo il verbo usato in ebraico per indicare il "fare torto", "maltrattare" è molto forte.<sup>25</sup> Questa indicazione è importante perché fornisce qualche elemento di riflessione sul contesto in cui tale brano è stato redatto e al quale si riferisce. In secondo luogo il termine ebraico che viene tradotto con il termine "prossimo", sembra in questo caso essere veramente un *proximus* secondo la radice latina del termine, ovvero il vicino, ad esempio il possessore del campo vicino.<sup>26</sup> L'elemento fondamentale in questo *incipit* è il problema del prezzo del campo che non è fine a se stesso, ma che fa parte del più ampio tema del Giubileo biblico e che nasce in un contesto di "non maltrattamento" nei confronti di qualcuno in una posizione più incerta sulla scala sociale, ma che fa parte dello stesso popolo.<sup>27</sup> Il problema del prezzo del campo nasce pertanto nel testo in esame all'interno del tema della giustizia, vista come una dimensione relazionale. Il concetto di giustizia nell'Antico Testamento parte sempre da una dimen-

<sup>25</sup> Nella spiegazione riportata sulla traduzione inglese del noto vocabolario tedesco-ebraico Gesenius, questo verbo esprime «il concetto di oppressione e maltrattamento soprattutto nei confronti di poveri, deboli e stranieri da parte di soggetti ricchi e potenti».

<sup>26</sup> Le prescrizioni sui buoni rapporti con i vicini abbondano nella letteratura antica anche al di fuori del contesto biblico. Si pensi ad esempio alle *Opere e i giorni* di Esiodo che sono state redatte tendenzialmente due secoli prima rispetto al versetto citato della Scrittura. I versi 342-352 recitano: «Invita al banchetto l'amico e lascia il nemico e soprattutto invita colui che ti abita accanto: se a te, infatti, accade qualcosa nel villaggio, i vicini corrono discinti (così come sono), i parenti invece si allacciano la cintura (perché vengono da lontano)! Il cattivo vicino è una rovina, il buono è un grande aiuto; ebbe in sorte un tesoro chi ebbe in sorte un buon vicino: neanche un bue morirebbe, se il vicino non fosse cattivo! Fatti ben misurare dal vicino ciò che ti occorre, e restituiscigli la stessa misura e anche di più, se lo puoi, acciocché, avendone in futuro ancora bisogno, tu lo ritrovi pronto. *Non fare cattivi guadagni: essi sono simili a sventure*».

<sup>27</sup> La definizione effettiva di quali siano i confini del "popolo", categoria a cui tutta la Scrittura fa spesso riferimento (si pensi ad esempio a *Esodo* 22,24), risulta essere di non facile definizione anche in tempi recenti. Si pensi ad esempio alle nuove nazioni sorte in seguito al riconoscimento di popoli da sempre esistenti che ha caratterizzato l'Europa Orientale e le Repubbliche ex sovietiche dopo la disgregazione del socialismo reale. Sulla scena economica si potrebbe affermare che il popolo consista nei partecipanti al mercato.

sione di relazione fra due soggetti.<sup>28</sup> Pertanto il concetto di giustizia, in una transazione di carattere economico, significa la ricerca di un prezzo di equilibrio nell'intento che appunto «nessuno faccia torto al proprio fratello». Bisogna ricordare che i tre versetti fanno parte di una serie di prescrizioni più ampie relative al Giubileo, ovvero alla necessità che una determinata tipologia<sup>29</sup> di attività fruttifere torni, dopo un certo periodo di tempo, al loro proprietario. Cionondimeno tale istituto, indipendentemente dalla sua concreta disapplicazione, come evidenziato poco sopra, pone una serie di interrogativi, fra i quali primeggia quello a cui si è già accennato sulla proprietà ultima della terra. Chi è il proprietario di ultima istanza della terra e, più in generale, di tutti gli *asset* reali? La risposta che trapela dalle pagine della Scrittura è semplice e chiara. La terra appartiene a Dio. Se la terra appartiene a Eloim, allora la posizione dell'uomo di fede rispetto ai beni materiali è molto diversa da quella del pieno proprietario. Costui infatti assume la posizione del buon amministratore o di un fiduciario di un bene altrui, con il relativo sorgere di non pochi di quelli che gli economisti definiscono "conflitti di agenzia", ovvero su come disporre correttamente di risorse e importanti attività reali di carattere naturale di cui l'uomo è solo amministratore. Si prende ora in esame *Levitico* 25,15.

*Levitico* 25,15: «Regolerai l'acquisto che farai dal tuo prossimo in base al numero degli anni trascorsi dopo l'ultimo giubileo: egli venderà a te in base agli anni di raccolto».

Il concetto può, a prima vista, sembrare non di immediata comprensione e infatti il successivo versetto 16 si preoccupa di chiarire meglio i termini della questione fornendo un utile commento aggiuntivo. Se dunque il Giubileo è il momento, almeno teorico, della restituzione degli *asset* fruttiferi, allora i titoli di proprietà non sono pieni, ma assomigliano piuttosto a usufrutti, nella loro qualità di rendite limitate, il cui tempo di scadenza è la data del prossimo Giubi-

<sup>28</sup> Per una buona trattazione del concetto di giustizia da un punto di vista interdisciplinare si veda *Volare alla giustizia senza schermi. Un percorso interdisciplinare oltre l'equità*, a cura di C. Casalone e P. Foglizzo, cit.

<sup>29</sup> Tralasciamo per un momento i discorsi relativi alla schiavitù e all'affrancamento dalla schiavitù, che peraltro nell'antichità poteva in una certa misura definire un *asset* di carattere reale.

leo. Come valutare allora il valore corrente di un usufrutto che ha un orizzonte temporale che dipende dalla data futura del Giubileo? Il testo propone di comprare o vendere «quello che viene fuori dal campo». Questo termine, anche etimologicamente simile al latino *proventus*, deriva infatti da una radice che significa “entrare, venire”. Quello che «viene fuori dal campo» ovvero il *proventus* o il raccolto diventa il metro di paragone per misurare il valore corrente dell'*asset* reale in questione ovvero del campo. Questo flusso di raccolti non è infinito, ma è limitato al numero di anni che mancano al prossimo Giubileo, come spiega in modo più preciso il successivo versetto 16. Nel testo di duemilacinquecento anni fa inizia a prendere forma una parte rilevante del concetto base del *pricing* di buona parte delle attività reali e finanziarie. Il valore attuale, ovvero il prezzo dell'attività reale in questione, cioè del campo è sostanzialmente proporzionale al flusso di raccolti che non costituisce una rendita perpetua, ma una rendita con orizzonte limitato, fino al momento del prossimo Giubileo, che viene identificato come un momento terminale, che porta con sé anche una serie di valenze di carattere esistenziale e spirituale. Buona parte delle attività reali e finanziarie che caratterizzano l'economia contemporanea trovano il loro prezzo d'equilibrio nella somma scontata a un determinato tasso di interesse<sup>30</sup> di una somma generalmente limitata di flussi finanziari. Da ultimo il versetto 16 spiega meglio quanto enunciato dai due versetti precedenti.

*Levitico* 25,16: «Quanti più anni resteranno, tanto più aumenterai il prezzo; quanto minore sarà il tempo, tanto più ribasserai il prezzo, perché egli ti vende la somma dei raccolti».

Il versetto 16 rappresenta la chiusura del ragionamento e la necessaria spiegazione, complementari ai due versetti precedenti, affermando, in modo chiaro, che il prezzo è direttamente proporzionale al numero degli anni che mancano al Giubileo perché lo stesso prezzo non è altro che una somma di prodotti che «vengono fuori dal campo», ovvero una somma di *proventi* o come correttamente traduce la Bibbia di Gerusalemme si tratta della «somma dei raccolti». Il versetto è costruito con un'attenta e molto brillante giustapposizione di

---

<sup>30</sup> Si tratta di un tasso di interesse che approssimi in modo ottimo il profilo di rischio e di rendimento del determinato investimento in esame. Le modalità di calcolo di tale tasso di attualizzazione possono essere varie.

due concetti, quello dell'innalzare e quello dell'abbassare che sono resi più forti e chiari dal fatto che il testo usa la stessa radice. Se gli anni sono tanti il prezzo è alto, mentre se gli anni sono pochi il prezzo è basso.<sup>31</sup>

Alla luce di queste considerazioni assume un significato molto più incisivo il contenuto del seguente versetto di *Levitico* 25,17 che recita: «Nessuno di voi danneggi il fratello, ma temete il vostro Dio, poiché io sono il Signore vostro Dio». Appare chiaro che la natura del danno, ovvero una transazione che avviene a un prezzo che non sia di equilibrio, in questo caso non è di carattere fisico, ma viene assimilata a quella fisica, come emerge chiaramente dai versetti precedenti. La Scrittura sembra avere presente che il capitale ha la natura di lavoro incorporato e questo è tanto più vero in un'economia in cui l'intensità del capitale era minore. Su questo la Scrittura è lapidaria e lancia un monito universale: ogni transazione su qualsiasi bene reale o finanziario che non avvenga a un prezzo equo, nei canoni sopra descritti, assume i tratti del furto.

##### 5. *Alcune conclusioni*

Questa riflessione ha inteso giustapporre due piani metodologici fra loro apparentemente distanti. Dopo avere infatti messo in luce quali siano la natura e le funzioni di un intermediario creditizio, si sono ripercorsi brevemente i tratti salienti della recente crisi economica e finanziaria, enfatizzando, in modo particolare, il legame fra la genesi della crisi e la presenza di attività reali e finanziarie non correttamente valutate dal mercato. Tutto questo comporta la presenza sui mercati reali e finanziari di attività che non hanno prezzi di equilibrio per i noti motivi connessi con le diverse tipologie di fallimenti del mercato che sono stati ampiamente trattati dagli studi di Economia e di Finanza. Tale tema, che sembra essere asettico, di natura essenzialmente tecnica e non presentare implicazioni di carattere valoriale, presenta invece profondi aspetti di carattere relazionale e valoriale. Ogni volta che si è in presenza di un fallimento di mercato, si

---

<sup>31</sup> Il testo biblico non arriva tuttavia a formalizzare un principio di valore attuale. Si può ipotizzare che la limitata funzione della moneta come riserva di valore e il limitato tasso di crescita delle economie reali rendessero i tassi di interesse reali non significativamente diversi da zero.

è in presenza di un conflitto di fatto nel quale un soggetto guadagna senza merito e un altro perde senza colpe. Il tema non è connesso al funzionamento del mercato, ma ai suoi fallimenti. La necessità di una giustizia nelle transazioni economiche, che rappresenta un'esigenza non solo di carattere morale, ma anche di natura tecnica, trova una sua precisa esposizione direttamente nella Scrittura che, nel Codice di Santità presente nel *Levitico*, vigila con attenzione sulla natura relazionale e di giustizia degli scambi economici, fornendo chiare implicazioni di carattere valoriale e considerazioni di significato. Lo sguardo della Scrittura è ovviamente molto più ampio rispetto a una sola prescrizione di carattere rituale o tecnico e volge la propria attenzione a domande molto più sostanziose e corpose rispetto a quella già pur rilevante della giustizia nello scambio. La Scrittura volge infatti la propria attenzione al significato e alle finalità di tutte le attività reali e finanziarie, alla loro appartenenza e all'atteggiamento che gli uomini di fede devono avere verso i beni. Questo punto di vista fa sorgere un'importante serie di riflessioni per esempio in materia di gestione dell'ambiente e di sfruttamento adeguato delle risorse naturali e di coordinamento delle diverse comunità che vivono sul pianeta in materia di gestione delle risorse naturali.