

MADARÁSZ ALADÁR

Buborékok és legendák

Válságok és válságmagyarázatok – II/2. rész

A Dél-tengeri Társaság

A cikk a tulipánmániával foglalkozó tanulmány folytatása (*Madarász* [2009]). A Dél-tengeri Társaság 1720-as fellendülése és kipukkadása mindmáig egyike a pénzügyi történelem leghíresebb és leggyakrabban emlegetett buborékainak. A közgazdaságtanban a buborék sokáig nem volt fontos téma, de az utóbbi időben ismét divatba jött. A tanulmány először a buborékmetafora néhány irodalmi példáját mutatja be, majd összefoglalja az angol államadósság kialakulását, a korai modern fiskális-militarista állam létrejöttét és a pénzügyi forradalom különböző interpretációit. A Dél-tengeri Társaság történetének, az adósság-részvény csere lebonyolításának és a korabeli vélemények spektrumának ismertetése után áttekintést ad arról, milyen módon és céllal használták fel az 1720-as eseményeket közgazdászok és történészek saját magyarázataikban. Ezek skálája a tudatos csalástól a befektetők irracionális mániáján át a racionális buborék kialakulásáig terjed. *Journal of Economic Literature* (JEL) kód: B11, B19, B29, E65, G01, N01, N13, N23.

„Képzelt gazdagságunk szétolvad!”

Ez a jajkiáltás a South Sea Company 1720. szeptember 30-i közgyűlésén hangzott el, amikor E. Budgell sötét színekkel ecsetelte „az összeomlás szélére jutott közhitel állapotát”, de abban reménykedett, hogy a társaság, „bár jóval kisebb lett, de jóval erősebb is”, és az igazgatóság javaslatait elfogadva elkerülheti, hogy „ugyanazon a sziklán kelljen szétzúzódnia, mint amelyen a franciák éppen előzőleg hajótörést szenvedtek”.¹ Egy hónap alatt ez volt a South Sea Company harmadik közgyűlése, az előzőn tíz nappal korábban Budgell a riadt és felháborodott részvényesek szószólójaként még éles támadást intézett ama „két vagy három igazgató ellen, akik elárulták a beléjük helyezett bizalmat, és a jelenlegi zavarok okozói. Ezek a gonosz emberek nagy összegeket tulajdoníthattak el, de ezt aligha élvezhetik nyugodtan ... Vásárolhattak akár jelentős birtokokat, aranyozott hintókat, de aligha mernének keresztülhajtani Londonon.” (*Historical Register* [1720] 372–381. o.)

Budgell véleményének megváltozásához elég volt az az 500 font, amit a South Sea Company egyik vezetőjétől kapott kölcsön, de a piacot nem volt ilyen könnyű megnyugtatni. Mint korábban láttuk, 1720. augusztus 22-én, amikor a társaság újra megnyitotta irodáját, hogy bejegyezze a részvények adásvételét, az árfolyam Castaing adatai szerint 750-en állt, 31-én 810-en, szeptember 29-én pedig 200-on – okkal beszélt másnap Budgell a megfogyatkozott házról.² Természetesen sem a South Sea Company vezetői, sem a veszély nagyságára fokoza-

¹ Párizsban a Mississippi-buborék már májusban kipukkadt, júniustól kezdve pedig egymás után következő renDELETEKkel kellett Law-nak visszafordítania a fém-pénz demonetizálását. A bankjegyek október elején megszűntek törvényes fizetőszközként működni, a Banque Royale novemberben zárt be.

² Lásd: *The European State Finance Database*, <http://esfdb.websites.bta.com/>.

tosan rádöbbenő kormányzat nem maradt tétlen, hanem megpróbálta feltartóztatni az eseményeket; míg Blunték a South Sea Company brókerén keresztül saját részvények vásárlásával próbálták az árfolyamot stabilizálni, a kormány tagjai – közöttük Walpole és bankára – pedig tanácskozásokat kezdtek a Bank of England és az East India Company vezetőivel „a közhitel megmentéséről”. A Bank vezetői azonban kevés hajlandóságot mutattak a gyors megegyezésre, Sir Heathcote – aki történetünk elején mint a Bank of England kormányzója figyelmeztette Anna királynőt egy tory minisztérium kinevezésének következményeire – most azzal biztatta a South Sea Company közgyűlését, hogy öreg emberként már sok vihart látott, s „bár e mostani nagyon komor és heves, de ahogyan a korábbiakból megmenekültek, Isten áldásával és ama intézkedésekkel, amelyeket most hoznak, ezt is át fogják vészelní”.³

De nem mindenki vészelté át: jó hírű bankok és aranyművesek váltak fizetéseképtelenné, Charles Blunt, a South Sea Companyt irányító John Blunt unokatestvére, három évtizeden át óvatos és sikeres bróker, akinek vagyonát a buborék kipukkadása előtt 250 ezer fontra becsülték, öngyilkos lett, gazdag főrendek (Duke of Chandos, Duke of Portland) és képviselők vagyona zsugorodott össze.⁴ Blunt és Caswall ugródeszkeként használt bankja, a Sword Blade Bank, amely a South Sea Company számára szükséges banki műveleteket végezte, szintén súlyos likviditási nehézségekbe került, de Blunték hiába próbálták elérni, hogy belekerüljön abba a mentőakcióba, amelynek tervét a Bank of England végül elfogadta, s amelyet Walpole foglalt írásba. Ez 450 ezer fontos kölcsönt biztosított volna a South Sea Companynak egy évre, továbbá ígéretet tartalmazott arra, hogy a Bank saját portfóliójából kormánykötvényeket vált át a South Sea Company részvényeire 400 fontos árfolyamon, valamint hárommillió font erejéig saját részvényt bocsát ki, amit a South Sea Company kötvényeire fog átváltani, vagyis ennek mértékében a South Sea Company fő részvényesévé vált volna. Arról azonban Heathcote hallani sem akart, hogy a Sword Blade Bank bármilyen formában részcsüljön a segítségben. „Ha a South Sea Company egybe fog kelni a Bankkal, nem lehet megengedni, hogy szeretőt is tartson.” (Carswell [1993] 152. o.) A Sword Blade Bank négy nappal később felfüggesztette kifizetéseit, amelyek már addig is akadoztak, ennek hatására a Bank of England is ostrom alá került, és pozícióját csak egy nagyobb amszterdami kölcsönrel tudta megszilárdítani⁵ – az aranyszállítmány november elején érkezett meg. Nem meglepő, hogy ilyen hangulatban a megindított jegyzés összesen 342 ezer fontot hozott készpénzben (bár a király, a walesi herceg és Marlborough herceg is részt vett benne), és a vállalt összeg 2, 28 millió font is elmaradt a célba vett 3 milliótól. A South Sea Company két részletben megkapta a 300 ezer fontot, de a mentőakció további lépéseire már nem került sor,⁶ a Bank november 9-én közölte, hogy biztosítékként nem fogadja el a South Sea Company részvényeit 400 fontos értéken (a napi piaci árfolyam 213 volt). Ebben a döntésben szerepet játszhatott az, hogy akárcsak a megelőző fellendülés, az áresés is áterjedt az európai piacokra. Neal szerint a két nagy buborékhoz hasonló holland és német buborékok az első nemzetközi tőkepiaci spekulációs hullám részei voltak, a fellendülést ezeken a piacokon is csőd követte (Neal [1990] 68. o.).⁷

³ 1929-ben a J. D. Rockefellernek tulajdonított mondatok váltak híressé: „Ezekben a napokban sokan elvesztették bátorságukat. 93 esztendőm során válságok jöttek és mentek. A prosperitás mindig visszatért, ahogy most is vissza fog.”

⁴ Az 1721. évi öngyilkossági adatok Londonban 40 százalékkal voltak magasabbak az átlagos trendnél (Hoppit [2002]).

⁵ Az átterjedési hatás következménye a kortársak szemében is világos volt: „a Sword Blade Companyra vonatkozó feltétel ... valószínűleg a Bank of England megrohanásához fog vezetni” – írta az ifjabb Edward Harley nagybátyjának, Robert Harleynek 1720. szeptember 27-én (Portland [1891]).

⁶ Carswell, illetve Dickson és Dale leírása ezen a ponton eltérő: az előbbi szerint a Bank of England csupán 100 ezres kölcsönt nyújtott, míg az utóbbiak állítása szerint a South Sea Company 300 ezer fontot kapott, 360 ezres kötvénycsomag fejében (Carswell [1993] 169. o., illetve Dickson [1967] 166. o. és Dale [2004] 153. o.).

⁷ A holland buborékról lásd Gelderblom–Jonker [2009] és Frehen–Goetzmann–Rouwenhorst [2009]. A részvényárak mozgása követte az angol trendet: augusztusban volt a tetőpont, szeptember elején az összeomlás.

A „vérző közhitel” és a „nemzet elleni bűnök”

Időközben a Hannoverben tartózkodó királyt is szembesíteni kellett a riasztó hírekkel, mert a hazai eseményekről folyamatos tájékoztatást kapó Earl of Sunderland, a kincstár első lordja, a kormány vezetője is kénytelen volt belátni, hogy már nem tartható szeptember végi álláspontja, amellyel a befektetésekért aggódó feleségét nyugtatta: „nagyon aggaszt a részvény áresése, de erősen hiszem, hogy újra emelkedni fog”. A Londonban maradt kormánytagok is rászánták magukat, hogy az elmúlt hetek „rendkívüli eseményéről” tájékoztassák I. Györgyöt, világossá téve, hogy „az egyetlen biztos orvosság a veszélyes következmények ellen a parlament korai összehívása Felséged jelenlétében”. (*Carswell* [1993] 156. o.) A király november elején visszaérkezett Londonba, és december 8-án megnyitotta a parlament ülészeit. A trónbeszéd első mondataiban a kedvező külpolitikai helyzetet méltatta, utána már a lényegre tért: „Nem tudom eléggé kifejezni aggodalmamat ama szerencsétlen fordulat miatt, amely olyannyira érintette a hazai közhitelt. A legkomolyabban javaslom önöknek, hogy fontolják meg a leghatékonyabb és leggyorsabb módszereket nemzeti hitelünk helyreállítására és tartós alapon való megerősítésére.”

A parlament, amelyben számos főrend és a képviselők többsége is részt vett valamelyik részvényjegyzésben, és most a kárvallottak között tudta magát, természetesen úgy határozott, hogy kivizsgálja e szerencsétlenség okait és alkalmazza a megfelelő eszközöket a közhitel megszilárdítására. De nem érték be ennyivel.⁸ Vita robbant ki arról, hogy kik a felelősök, és hogyan büntessék meg őket, s volt olyan felszólaló, aki antik példára akarta áthidalni a megtorlást akadályozó joghézagot. Mivel „egyesek szerint nincsenek olyan törvények, amelyek alapján meg lehetne büntetni a South Sea Company igazgatóit”, ezért a római apagyilkosokra kiszabott büntetést (zsákba kötve vízbe fojtották őket) követelte az „aljas South Sea-séma kiagyaltóira és végrehajtóira, akik saját országuk ellen követtek el apagyilkosságot”. Egy másik szónok pedig azzal érvelt: „rendkívüli esetekben, ha a törvények elégtelenek, a törvényhozó hatalomnak lehet és kellene cselekednie”, s reménye szerint a brit parlament mindig rendelkezni fog a „nemzet elleni bűnököt” megbosszuló hatalommal.

A whig többség természetesen elvetette e követeléseket, maga Walpole is arról beszélt, hogy a közhitel most is vérzik, ezért a sürgős gyógyítás a feladat, majd utána lehet az okokról vizsgálgódnia, ő pedig javaslatot fog tenni, hogyan kellene a gyógyítást megvalósítani.⁹ A trónbeszéd és a határozat szövegéről a whigek előző este hosszan alkudoztak, s végül ennek megfelelően a parlament maga elé rendelte a South Sea Company igazgatóit, hogy adjanak számot cselekedeteikről.

A következő hónapok erről a vizsgálatról szóltak, amely lényegesen gyorsabban és látványosabban zajlott, mint a kimentés; az utóbbit végül az 1721. augusztus 10-én szentesített „törvény a közhitel helyreállításáról” hozta tető alá (*Parliamentary history* [1742a]). Ekkorra már a politikai színtér alaposan átrendeződött: Walpole lett a kincstár első lordja, elődje Sunderland, aki csak az ő segítségével vészelt át a bűnösségéről szóló szavazást az alsóházban, lemondott. Stanhope február végén agyvérzésben meghalt egy heves parlamenti vitát követően, mely Blunt felsőházi kihallgatása után robbant ki. A parlamenti vizsgálóbizottság, amelyet az a Thomas Brodrick vezetett, aki 1719-ben hevesen ellenezte a South Sea Company monopolhelyzetbe juttatását (s amelynek A. Hutcheson mellett a

Ugyanakkor az első tanulmány véleménye szerint a holland buborék méretét és hatását a korabeli szatirikus irodalom nyomán eltúlozták.

⁸ A parlamenti indulatokat egy korabeli pamflet bizonnyal túlzó becslése teszi érthetővé; eszerint 462 képviselő (az 558-ból) és 122 főrend (a 169-ből) vásárolt South Sea Company-részvényeket (*Scott* [1910–1912] III. 332. o.).

⁹ 1720 novemberében még az egyik londoni újság azt írta, hogy Walpole szerint „nincs olyan séma, amely képes volna helyreállítani a lerombolt hitelt, visszahozni a korábbi virágzó körülményeket” (*London Journal*, 1720. november 12–19.).

két előbb idézett megtorlást sürgető felszólaló: Lord Molesworth és Sir Jekyll is tagja lett), egymás után idézte be a társaság igazgatóit, és hallgatta ki őket – zárt ajtók mögött, jelentéseit azonban később nyilvánosságra hozta. Eleinte még úgy tűnhetett, nincs komoly veszély: legalábbis erre mutat Charles Stanhope ügyködése, aki december elején vette fel azt az összeget a Sword Blade Banknál vezetett számláról, amelyet a részvényopcióban keresett. Igaz, a bank szeptemberben fizetéképtelen lett, de még idejekorán, júniusban létrehozott és egymillió font készpénzzel feltőkésített egy másik bankot (Blunt fia és Knight unokaöccse mint partnerek bevonásával), s mivel Stanhope elismervényein az ifjabb Blunt aláírása szerepelt, a kifizetésnek nem volt akadálya (Carswell [1993] 153. o.). Az alsóház mellett a lordok is létrehozta egy vizsgálóbizottságot, s a két bizottság párhuzamos működése lehetővé tett bizonyos manőverezést az igazgatók és a kormány érintett tagjai számára. Defoe, aki 1721 elején írja utolsó politikai cikkeit, már megfogalmazza az utóbbiak számára a védekezés lehetséges irányát: a társaság megalapozott és tisztos osztalékot fizet, a pánik oka az igazgatók, a spekulánsok és a „halálfélelemben belehaló” befektetők magatartása, maga a „South Sea Company terve a legjobb, bár az igazgatók a lehető legrosszabb módon menedzselték” (*The Director*, 1720. december 19.).

Robert Knight, a South Sea Company pénztárosa azonban január 21-i meghallgatása után, ahol a bizottság tagjai elsősorban a fiktív részvényekről és a kedvezményezettekéről faggatták, jobbnak látta, ha fiával együtt sürgősen útra kel Dover és Calais felé, miként előtte már annyi bajba került brit alattvaló. A francia kikötőben egy másik száműzött, az előző hónapban Franciaországot elhagyó John Law megbízottja várta. (Law, akit 1694-ben halálra ítélték egy halálos végű párbaj miatt, 1721 decemberében kap majd kegyelmet Angliában.) Knight levélben tájékoztatta a South Sea Company igazgatóit meneküléséről, amire „az önfenntartás kötelezte”, mert „túl súlyosnak találta a vizsgálat terhét”, bár nem tett semmi olyat, „amiért el kellene marasztalnia magát”. Azt azért hozzátette: „mélyen érinti, hogy ezzel súlyosbítja a többiek pillanatnyi bajait”. Ehhez nem kellett különösebb előrelátás: a parlament már a szöveg előtt tárgyalni kezdte azt a javaslatot, amely megtiltotta a South Sea Company igazgatóinak az ország elhagyását és zár alá vette a vagyonukat. Innentől kezdve már nem volt kérdéses a vizsgálat kimenete, csak az, kik lesznek a bűnbakok, és kik vészeli át a vihart. A korabeli irodalom és a későbbi népszerű feldolgozások gyakran úgy ábrázolják az eseményeket, mint Walpole mesteri kettős taktikájának sikerét: politikai ügyességével és pénzügyi éleslátásával egyszerre sikerült megszereznie a politikai hatalmat, megmenteni riválisait és egyben megszabadulni tőlük, megőrizni a whig dominanciát és távol tartani a királytól a botrányt, és utoljára, de elsősorban, „helyreállítani a közhitelt” (Coxe [1798] I. 126–158. o.).

Noha nem rendelkezünk pontos adatokkal a South Sea Company részvényeseiről, azt tudjuk, hogy körülbelül 30 ezerre tehető a kormányzati adósság tulajdonosainak száma, akiket érintett az adósságcseré. Az átlagos befektetések összege azonban amellettszól, hogy a veszteség és a nyereség elsősorban a „men of quality”, a magas politika, a pénzügyi és társadalmi elit osztályrésze volt. Azok a beszámolók, amelyek az egész országot megrázó válságról szóltak – mint az a parlamenthez benyújtott számos petícióban olvasható –, és egyszerre követelték a bűnösök megbüntetését, és kértek kárpótlást az elszenvedett veszteségekért, vélhetően az ilyen ügyekkel foglalkozó ügyvédek retorikáját is tükrözték.¹⁰

A vizsgálat eredményeiről a parlamentnek beszámoló titkos bizottság már első jelentésében arra a következtetésre jutott, hogy az igazgatók főként azt a célt követték, „hogy rendkívüli magasságba emeljék, és ott tartsák a részvény képzelt értékét, saját előnyükre és azokéra, akik velük titokban együttműködtek” (*Report...* [1721] 21. o.). A titkos tranzakciókról ellentmondó vallomásokkal és kevés írott bizonyítékkal rendelkező testület

¹⁰ Lásd erről részletesen Hoppit [2002].

az első meghallgatás után elmenekült Robert Knightot, a társaság pénztárosát tartotta „a legtitkosabb ügyetek fő bonyolítójának” és idézte azt a kijelentését, amelyről az egyik igazgató számolt be: „ha minden titkot felfedne, amit ismer, olyan látvány tárulna elő, amin megdöbbenne a világ”. A parlament újabb és újabb feliratokban sürgette a királyt, azaz a kormányt az ekkor a Habsburg-birodalomhoz tartozó osztrák Németalföldön (a mai Belgiumban) február elején elfogott és Antwerpen városában őrzött szökevény kiadatásának és visszahozatalának lebonyolítására. A válasz természetesen úgy szólt, hogy „továbbra is minden erőfeszítést megteszünk és reméljük, hogy ezek sikeresek lesznek”, de ezzel nem sikerült elhallgattatni azok hangját, akik szerint nem Bécsben vagy Brüsszelben, a kiadást megakadályozó „nevetséges brabanti kiváltságokban” kell keresni a halogatás okát, hanem inkább Londonban. A vizsgálóbizottság utolsó jelentése is azzal fejeződött be, hogy azért kellett lezárnia munkáját, mert a további vizsgálatot meghiúsította „Knight távolléte, aki lényegében és számos esetben egyedül volt megbízva a sötét és destruktív South Sea-séma végrehajtásával” (*Report... [1721] 78. o.*) Ez azonban nem akadályozta meg a parlamentet a vizsgálat lefolytatásában és az ítélezésben. Aislabie-t és a társaság igazgatói közül azokat, akik tagjai voltak az alsóházaknak, kizárták a parlamentből, és a Towerbe küldték, ugyanakkor a két megvádolt főúri szereplőt: Charles Stanhope-t és Sunderlandet hosszú vita után felmentették (James Stanhope ekkor már halott volt). Pár héttel később a vallo-másokban szintén súlyos korrupciós vádakkal illetett idősebb Craggs, a posta irányítója is meghalt – a londoni híresztelések szerint öngyilkosságba menekült, így a parlament csak hátrahagyott tetemes vagyonáról dönthetett.

A vagyonekobbzások mértékét egyenként megszabó parlamenti döntéseket már jelentősen befolyásolta, hogy az érintettek mekkora befolyása volt szűkebb hazájában, vagyis valamelyik vidéki választókörzetben. Aislabie érdekében Walpole is szót emelt, és a volt pénzügyminiszter megtarthatta 1719-ig szerzett birtokait és javait, csupán 45 ezer fontot kellett fizetnie a károsultak kárpótlását szolgáló alapba, és családtagjai továbbra is ott ültek az alsóházban. Blunt, aki készséges vallomásokkal igyekezett menteni magát, rosszszabbul járt: volt, aki csak 1 shillinget akart meghagyni 183 ezer fontos vagyonából, de végül a tanúskodás kifizetődött: ötezer fontnyit megmentettek számára, hogy hátralevő éveit a híres fürdőhelyen, Bathban tölthesse. A vagyonekobbzáson túl más büntetést végül senkire sem szabtak ki, Walpole pedig kiérdemelte a „Screenmaster general” (körülbelül az eltusolás nagymestere) gúnynevet azért a módért, ahogy az ügyeket végül lezárták.

Az igazán fontos feladat azonban nem a bosszúvágy kielégítése, hanem a „közhitel helyreállítása”, vagyis a kormányzat pénzügyi akcióival kapcsolatos bizalom visszaszerzése volt, megtartva a South Sea Company létrehozásának eredeti célját: a hosszú távú fix kamatozású államadósság átalakítását alacsony kamatozású visszaváltható Dél-tengeri-érték-papírokká. Az új igazgatók által készített mérleg szerint a South Sea Company hétmillióval tartozott a kormánynak az adósságserege fejében, további egymilliót vett kölcsön kincstárjegyek formájában, ezen kívül még hatmilliót további tartozás terhelte, amivel szemben 80 milliót követelés állt a különböző részvényjegyzések és arra adott kölcsönök formájában. A nyár végén szentesített törvény az állammal szembeni adósság zömét elengedte, a járadékosoknak tudomásul kellett venniük, hogy a részvényre cserélt államadósság csak a harmadát vagy felét hozza a korábbinak, ugyanakkor mentesültek a részvényjegyzésre föl-vett korábbi kölcsönök kifizetése és a részletfizetés teljesítése alól. A South Sea Company tőkéjét lecsökkentették, egy része a további kereskedés céljait szolgálta, a másik pedig az államadósság tartós elemévé alakult,¹¹ amelyet alacsony kamattal törlesztettek egészen

¹¹ 1723 nyarán a külföldi befektetők a South Sea Company részvényeinek 7,6 százalékát birtokolták. Közük volt a „rejtélyes erdélyi trió”: gróf Teleki József, Szigeti Gyula István és Komáromy István Enyedről (*Dickson [1967] 317. o.*)

1850-ig, amikor Gladstone visszafizette a tőketartozást, és a South Sea Company megszűnt. A parlamenti ülészak végén I. György már elégedetten arról szólt, hogy „a közhitel kezd helyreállni”, és arra hívta fel a parlamentet, hogy a bűnösök megbüntetése után adjon módot a kegyelem gyakorlására is mindazon alattvalói iránt, akik „az általános elvakultság közepette olyannyira megzavarodtak, hogy elővigyázatlanul áthágták a törvényeket” (*Parliamentary history* [1742a]).

„Általános elvakultság” vagy a „magyarázat könnyű kiútja”

A történeti narratíva végére érve, fel kell tenni a kérdést: mi is volt a Deltengeri-buborék? Az általános elvakultság rövid, de emlékezetes orgiája, a játékszenvedély társadalmi kitörése, amely mély nyomokat hagyott az angol irodalmi, művészeti és történeti hagyományokban, máig érvényes példával szolgálva a pénzügyi szédelésre, a józan ész semmibe vevő profithajszára? Vagy éppen ellenkezőleg: egy történelmi mítosszal van dolgunk, amely – a tulipánmánia esetéhez hasonlóan – névértékben fogadja el a korabeli szatírák és jeremiádák elfogultságait és előítéleteit, lemondva a racionális magyarázatról, amelyhez csak a modern pénzügyi elmélet és kliometriai elemzés eszközeivel lehet eljutni. A következőkben – a teljesség bármifajta igénye nélkül – néhány jellegzetes szemelvényt mutatok be e két tárgyalásmód, kétfajta történeti rekonstrukció irodalmából.

Az egykorú moralizáló, gyakran vallási kifejezésmódot alkalmazó és érzületet mozgósító érvelés egyik példája a whig püspök, Samuel Bradford 1720. november 20-i prédikációja, amelyben a „vagyonyszerzés becsületes és becstelen módjaival” foglalkozott, utalva arra „a nagy zűrzavarra, amelyet a gazdagság mohó vágya legutóbb okozott”. Az embernek azt a helyet kell elfogadnia, ahova a Gondviselés akaratából került „csak annyit kívánva és arra törekedve, ami valódi és nem képzelt igényeihez szükséges” (*Bradford* [1720] 1–7. o.). George Berkeley 1721-ben egy pamfletben vette számba, mi volna szükséges az ország romlásának megakadályozásához. „A South Sea-ügy, akármennyire is megérettük, nem az alapvető baj, nem mostani balszerencsénk forrása; csupán természetes következménye azoknak az elveknek, amelyeket évek óta nagy buzgósággal terjesztettek.” A baj számos oka közül az egyik első, hogy a munka helyét elfoglalta a spekuláció. „A gazdagság természetes, biztos útja az iparkodás ... Lehetetlen, hogy egy szorgos szabad nép hiányt szenvedjen az élethez szükséges javakban és kényelmi cikkekben, és az is, hogy a lusta hozzájusson ezekhez, akármilyen kormányforma alatt él.” A pénz és a hitel annyiban hasznos, amennyiben előmozdítja az iparkodást. „De a pénz és a hitel, amely egy nemzetben anélkül forog kézről kézre, hogy munkát és iparkodást hozna létre, nyílt szerencsejáték.” Agyafúrt emberek mindenféle terveket találhatnak ki, amelyek romlásba dönthetik a kevésbé tapasztaltakat és velük a közt is. „Bárki számára nyilvánvaló ostobaság, ha az iparkodás és takarékoskodás régi, becsületes módszereinek követése helyett odaül a közös játékasztalhoz, és eljátssza a pénzt.” (*Berkeley* [1721] 4–8., 25. o.)

Korábban már idéztem azt az 1726-ban kiadott névtelen pamfletet, amelyet John Toland hátrahagyott írásai között találtak, szerzőjeként a South Sea Company valamelyik igazgatóját sejtve. A titkos történet szövege a vagyoneklobzási döntés után íródott. Bevezetőjében arról panaszkodik, mennyivel igazságosabb lett volna csak azokat büntetni az igazgatók közül, akik kiagyalták és megvalósították a tervet: a históriai álneveken szereplő Bluntot, Knightot és Grigsbyt, a könyvelőt, „akiről úgy hírlik, tanulmányozta a fekete mágiát”. A leírás szerint Blunt titokban szűk testületet hozott létre, amely a többi igazgató és a közgyűlés tudta nélkül hozott döntéseket „és kormányozta akarata és tetszése szerint a társaság ügyeit”, gondoskodva egyúttal arról is, hogy az illetékes bizottságok ne keresztezhesék terveit. A kettős struktúra és az információs aszimmetria, hogy modern kifejezéseket használjunk,

persze szerzőnk szemében sem adott teljes felmentést arra, miért nem léptek fel az igazgatók időben és kellő eréllyel „a mágus ellen”, de magyarázatként arra hivatkozott: „amíg valakinek tekintélye van egy társaságban, a világon a legnehezebb dolog átvinni valamit vele szemben, ha határozottan ellenzi. Minden politikai testület, de különösen a kereskedelmi társaságok igazolják e megfigyelést.” (Toland [1726] 405., 407., 441. o.)

1745-ben jelent meg először Adam Anderson vaskos krónikája két kötetben „a kereskedelem eredetének történelmi és kronológiai bemutatásáról”, amely részletesen tárgyalta a South Sea Company történetét, benne a „nevezetes 1720-as esztendő, a rendkívüli és romantikus projekteket, javaslatokat és vállalkozásokat ... Európa két leghatalmasabb királyságában ...”, amelyek örökké emlékezetesek, s amelyekhez hasonló nem volt, és remélhetően soha nem is lesz többé ... mementóul szolgálhatnak nemzetünk törvényhozóinak és minisztereinek, hogy soha ne engedjék rászedni az emberiséget ilyen szégyenletes és vészes módon visszaélve az emberek hiszékenységével” (Anderson [1790] III. 322. o.). Bár a krónika évtizedes távlatból elevenítette fel az eseményeket, a szerző nemcsak dokumentumokra támaszkodott, hanem saját élményeire is: a South Sea Company írnoke volt a buborék idején. Noha az idézett mondatok moralistát sejtetnek, Anderson nem volt az; alapos könyvelő módjára nyomon követte az egyes részvényjegyzéseket, közölte az adatokat, felhasználta a parlamenti dokumentumokat, összeállította a buboréktársaságok listáját, amelyet azóta is használ az irodalom. Túlzás nélkül lehet mondani, ez a narratíva kanonizálta a South Sea Company mint alapjában hibás kalkuláción, spekuláción és kapzsiságon alapuló vállalkozás történetét, idézve azt az elemzést, amelyben a South Sea Company korabeli első számú kritikusa, Archibald Hutcheson fogalmazta meg: a korai belépők nyereségét a későbbiek befizetése kell hogy fedezze (Hutcheson [1720]).

Adam Smith könyvtárában is megvolt Anderson műve,¹² és a forrásai megjelölésében még a 18. századi standardok szerint is szűkmarkú Smith sokat merített a „józan és megbízható Andersontól” (Smith [1976] 744. o. az 1940-es magyar fordításban „élesen látó” II. 258. o.), elsősorban a *Wealth of Nations* „történeti” könyveiben, az európai gazdasági fejlődés, a „merkantilrendszer” és a közpénzügyek elemzése során. A South Sea Companyt már a *Wealth of Nations* korai fogalmazványában is megemlítette, a John Law „híres rendszerét” összefoglaló bekezdés végén, amelyben „hiú képzelődésnek” minősítette mind a papírpénznek tulajdonított értéket, mind a pénzbőség ösztönző hatását. A glasgow-i egyetemen 1766-ban tartott jogi előadásaiban már kicsit bővebben szolt a South Sea Company-ról, amely szerinte Law rendszerét utánozta, és „ha módja lett volna ugyanakkorára nőnie, ugyanolyan következményekkel járt volna”. A déltengeri kereskedelemről várható profit „nagyon jelentéktelen volt, az emberek várakozásai sohasem voltak nagyok, s a bukás nem volt nagyon káros a nemzetre” (Smith [1978] 519. o.). Az 1720-as eseményeket csak a határidős kereskedelem tárgyalásánál hozta szóba mint annak okát, miért tiltotta meg később a kormányzat ezt a fajta ügyletet, „bár a tilalom hatástalannak bizonyult” (uo. 538. o.). De alapvető különbséget látott Law rendszere és annak angol megfelelője között: „Law rendszere semmiképpen sem megvetendő, ő maga komolyan hitt benne, és saját magát is becsapta.” A South Sea Company viszont „közönséges csalásnak bizonyult” (uo. 519. o.).

Másfél évtizeddel később, a *Wealth of Nations* harmadik kiadásában a „merkantilrendszer” jellegzetes intézményeiről a privilégiumokkal felruházott kereskedelmi társaságokról szólva tért ki a South Sea Company sikertelennek bizonyult működésére, de nem foglalkozott a buborékkal, mondván: a South Sea Company „tőzsdei spekulációinak galádása és szertelensége közismert”, és magyarázatuk nem tartozik a tárgyhoz, „a kereskedelmi társaságok rövid történetéhez”. Korábban láttuk, hogy Smith osztotta a rabszolga-kereskedelmet veszteségesnek tartó véleményt, amit részben a nagy tőkével és

¹² 1767-ben került a könyvtárába az 1764-es kiadás. (Smith [1977] 124. o.)

sok tulajdonossal rendelkező részvénytársaságok szükségszerű velejárójának: az igazgatók ostobaságának, hanyagságának és pazarlásának tulajdonított, részben pedig az ügynökök és megbízottak pazarlásának és visszaéléseinek, akik közül néhányan e veszteséges ügyletek bonyolításán egyetlen év alatt meggazdagodtak.¹³ (Smith [1940] II. 260. o.)

James Stuart véleménye részben hasonló volt Smith álláspontjához: a South Sea Company, miként a Mississippi Társaság nem volt egyéb, „mint a bizalommal való visszaélés”, és mivel ugyanazokra az elvekre épült, mint Law rendszere, ezért Stuart elegendőnek tartotta csak ez utóbbi részletes tárgyalását. A hitel természetéről szóló „hasznos elmélkedésben” azt hangsúlyozta, hogy a hitel működéséhez az államférfinak kell segítő kezet nyújtania a megfelelő szabályok és intézmények biztosításával, beleértve a „rendszeres és hiteles könyvelést, a csalás megakadályozását és a tisztességes eljárást (*fair dealing*) támogatását”. Ha mindezt nem hozzák létre, a hitel olyan lesz, mint a meteor: „intelligens és ravasz emberek saját hasznukra fordítják, a közönséget elvakítják a jólét és bőség aranyozott sémáival”, s mivel nincs módszer a bizalom határainak megállapítására, „a séma kezdeményezői fognak profitálni a tévhitből, a bizalom elenyészik és az egész rejtélynek, egy álomnak tűnik” (Stuart [1966] II. 438–439. o.). Mi a közös a francia és az angol történetben: a tőke értékének mesterséges emelése, olyan osztlékokat ígérve, amelyek „semmiképp sem voltak arányban a tőkével, amelyből fizetni kellett volna”. Az alapvető különbség: Franciaországban szerinte elegendő pénz állt rendelkezésre, ezért a kamatláb csökkent, míg Angliában a nagy volumenű pénzkereslet „minden határon túl növelte a kamatlábat”. Egészében az angol séma sokkal rosszabb belső alappal rendelkezett, mint a francia. Amikor a részvényárak zuhanni kezdtek, a South Sea Company titkába beavattottak, akik a közönség őrjöngését alávaló eszközökkel „felfújták”, elkezdtek kiszállni, „és az egészről kiderült, hogy csalás volt”. Stuart szerint mindez elkerülhető lett volna, ha a parlament előírta volna, hogy a társaság és igazgatói a titkolózás helyett tárják fel, mekkora a kormány tartozása, milyen összeg folyt be a részvényjegyzésekből, és milyen profitot ért el a kereskedelmi tevékenységben, illetve milyen tartozása van a South Sea Companynek. „Ez lett volna a tisztességes eljárás.” (Uo. 622–623. o.)

Anderson szövegét 1825-ben egy *South Sea Bubble* címmel megjelent névtelen kiadvány is felhasználta, kiegészítve a „számos csaló tervezet” 1720-ból való listáját egy 1825-ös listával, hogy figyelmeztetésül szolgáljon, mert ez utóbbiak éppoly „képzeltök és alávalók”, mint elődjük, tovább egy listával azokról a kölcsönökről és részvényjegyzésekről, amelyeket brit bankok és vállalkozók szerveztek, közöttük az ekkoriban igen népszerű latin-amerikai kölcsönökkel és bányatársaságokkal (*South Sea Bubble...* [1825]). (Nem ebből a kiadványból merítve néhány adatot: 1824–1825-ben összesen 624 új társaság jelent meg, míg addig csak 156 létezett, a 74 új bányatársaság fele Dél-Amerikában volt bejegyezve, a kormánykötvények piacán pedig a 25 millió fontos kibocsátásból 17 millió jutott Latin-Amerika új államainak – Neal [1998].)

1825-ben legalább két okból volt időszerű a buborék témája: a font konvertibilitásának 1821-es helyreállítása után ekkor bontakozott ki Nagy-Britanniában az első látványos alapítási láz, majd az év végén jelentős pénzügyi válság és heves viták közepette ekkor döntött a parlament az 1720-ban elfogadott buboréktörvény, a részvénytársaságok létrehozását korlátozó törvény visszavonásáról (Harris [1997], Neal [1998]). A vitákban az egyik oldal a buboréktörvényt „éppoly fontosnak és időszerűnek tekintette, mint 105 évvel korábban”, az eltörlését szorgalmazók viszont „idejét múlt és romlott” törvényhozási relikviaként emlegették, amelyet – a közhittel ellentétben – nem a South Sea Company buborékának kipukkadása után, a hasonló esetek megakadályozására fogadtak el, hanem „a South Sea Company terve-

¹³ Más képet fest erről a modern történetíró: Parry [1996] 515–516. o. A kereskedelmi társaságok megítélését illetően lásd Anderson–Tollison [1982].

zői és támogatói csempészték át a parlamenten”. A mai történész olvasatában: „a történelem megint egyszer eszközként szolgált a kor politikai és jogi vitáiban” (Harris [1997] 679. o.).

„Nem ad szabatos definíciót tárgyáról ... zavaros és tökéletlen szerkezet ... egy könyv, amely minden rendszer nélkül íródott, de sok szórakoztató és tanulságos részletet tartalmaz” – így vélekedett az *Edinburgh Review* recenziója Charles Mackay 1841-ben megjelent könyvéről, az *Extraordinary popular delusions* című kötetről. A bírálónak igaza volt – mint a tulipánmánia kapcsán már utaltam erre –, Mackay valóban nem tudta világgossá tenni, mi a közös a „morális epidémia” címszó alá sorolt különböző jelenségekben: a Dél-tengeri-örülettől a boszorkányüldözésig. Ez azonban nem akadályozta meg a könyv, pontosabban az első három fejezet sikerét, amely kanonizálta a pénz által okozott tömegörület, a játékszenvedély áldozatává vált nemzetek kora újkori kulcstörténeteit: John Law és a Mississippi-rendszer, a Dél-tengeri-buborék és a tulipánmánia leírását. A három közül az angol olvasó a South Sea Company történetét ismerhette a legjobban, amit az 1825-ben, „a pánik nevezetes esztendejében” felbukkant rövid életű „buboréktársaságok” párhuzamba állítása még aktualizált (Mackay [1852] 88. o.). Mackay feladata ezért itt részben más volt, mint a tulipánok esetében: nem egy Angliában alig ismert történelmi eseményt kellett feldolgoznia népszerű formában (adaptálva egy német tudós munkáját), hanem az angol történelmi és kulturális emlékezet különböző rétegeiben élő mozzanatokból kellett összeállítania a szélesebb olvasóközönséget megcélzó narratívát. „A Dél-tengeri-örültség ... bemutatása teljesebb és bővebb, mint amit máshol lehet találni” – ígérte az előszó, és ezt úgy is lehet érteni, hogy a szerző nem látott okot az addigi interpretációk irányának megkérdőjelezésére, pedig ez igencsak paradox helyzetet eredményezett. Pontosabban: a South Sea Company történetébe Mackay adaptálta és beépítette a korábbi elbeszélések és szatírák elemeit az igazgatók, a spekulánsok és politikusok szerepéről, de ezek csupán melléktémák lehettek; a vezérmotívum a kollektív téboly, az 1720–1721-es szövegekben is gyakran emlegetett *delusion* és *madness*, ami a buborék kipukkadása után átcsap a bűnbakkeresésbe. „Senki sem volt hajlandó belátni, hogy a nemzet éppannyira vétkes volt, mint a South Sea Company. Senki sem hibáztatta a nép hiszékenységet és kapzsiságát – a nyereség lealázó vágyát, amely elnyelte a nemzeti jellem minden nemesebb vonását... Ezekről a dolgokról egy szó sem esett. A nép egyszerű, becsületes, keményen dolgozó nép volt, amelyet tönkretett egy rablóbanda, akiket irtalom nélkül fel kell akasztani, kerékbe kell törni és fel kell négyelni.” (Mackay [1852] 72. o.)

Ha a sokaság iránti ellenérzését egy elitista álláspont fogalmi keretében fejtette volna ki, mint az általa kevésre becsült Carlyle, akkor nem lenne ok a paradoxon kiemelésére. Így viszont röviden azt lehet mondani, hogy Mackay a tömegörület eszméjét igyekezett eladni a viktoriánus időszak populáris kultúrájában egy minél szélesebb közönségnek, más szóval a tömegek lenézését népszerűsítette a tömegek körében (lásd erről Logan [2003]) – még hozzá sikerrel, hiszen könyvét vagy a három pénzügyi mániáról szóló fejezetet újra és újra kiadták, utoljára 2011-ben. E kiadás szerint „a könyv az értelmet és a józan eszt képviseli ... megjósolta az 1929-es válságot és a legutóbbi évek gazdasági hanyatlását ... mai gazdasági szakírók is nagyra becsülik”. Az kétségtelen, hogy nemcsak a Dél-tengeri-buborék népszerű feldolgozásai használták és használják alapforrásként, hanem komoly közgazdászok és gazdaságtörténészek is, mint azt az ismeretlen célra alapított vállalkozás legendájának pályafutása illusztrálta a 19. századi banktörténész John Francistól Andreadesen át Kindlebergerig és Galbraithig.¹⁴ Az anekdoták és legendák mellett Mackay elemi szintű

¹⁴ Lásd a II/1. részben a 40. lábjegyzetet. Az idézett reklámszöveg sem lódít: egy idén júliusban publikált NBER tanulmány a korai buborékok történetéhez Mackay könyvét adja meg forrásként: Farmer [2011]. Mackay és az 1840-es évek vasútmániájának szerepéről lásd Odlyzko [2011]. Ez a tanulmány azt állítja, hogy a vasútmánia idején Mackay is lelkes támogatója volt a később általa is kárhozott tömegörületnek.

„ciklusmagyarázata” is könnyen befogadható volt: „Kiváló kereskedelmi prosperitás idején azóta is érvényesül a tendencia a túlzott spekulációra. Egy projekt sikere általában további hasonlókat generál. A populáris (sic!) utánzókézség egy kereskedő nemzetben mindig megragadja az ilyen sikereket, és a profitra túl éhes közösséget olyan szakadékba rántja, amelyből nehéz kikeveredni.” (*Mackay* [1852] 88. o.) Ezt példázta az 1825. évi pánik, és ezzel fenyegetett 1836. évi is, amikor sikerült az összeomlást elkerülni. A második kiadásban ehhez hozzátette, hogy a Déltengeri-projekt 1845-ig a legnagyobb példája volt annak, hogy „a nép belebolondult a kereskedelmi szerencsejátékba”, de azóta a „nagy vasútmánia” felülírta a Déltengeri-buborékot.

Mackay nem mondta ki egyértelműen, hogy a South Sea Company csalás volt, bár megismételte az árfolyamokat hamis hírek terjesztésével befolyásoló igazgatók történetét éppen úgy, mint azt a „közvélekedést”, hogy Blunt és beavatott társai a csúcson kiszálltak a piacról. Inkább azt emelte ki, hogy John Law rendszerét utánozták, „azt képzelve, hogy elkerülhetik annak hibáit, örökké fenntarthatják saját tervezeteiket, és a végsőkig feszíthetik a hitel kötelét, anélkül hogy az szétszakadna” (uo. 48. o.). Ugyanakkor hosszan idézte a történetíró Edward Gibbont, akinek azonos nevű nagyapja a South Sea Company egyik igazgatója volt, és aki emlékirataiban – jelezve, hogy sem nem pártatlan, sem nem kompetens bírāja nagyapja és a többi igazgató cselekedeteinek – nem rejtette véka alá felháborodását, hogy a felelősségre vonás és vagyonek Kobzár érdekében „olyan törvényt vezettek be, amely retroaktív volt és olyan vétségeket büntetett, amelyek az elkövetés idején nem léteztek”. (*Gibbon* [1796] 11. o., idézi *Mackay* [1852] 85. o.) A South Sea Company történetének tanulságát összegezve Mackay ugyanúgy Ikarosz antik mítoszát használta fel, mint Adam Smith a papírpénz elemzésénél. A hasonlóságok és a különbségek egyaránt sokatmondók: míg Smith a papírpénz mint egyszerre sikeres és veszélyes találmány daidaloszi szárnyairól beszélt, amelyek az ország kereskedelmét és iparát a levegőben tartják, vagyis egyszerre adnak lehetőséget a növekedésre és teremtenek bizonytalanságot, elszakadva az arany és ezüst szilárd talajától,¹⁵ Mackay visszatért Ikarosz tragikus röptéhez. „A vállalkozás, miként Ikarosz, túl magasra repült fel, és szárnyairól leolvadt a viasz; miként Ikarosz, a tengerbe zuhant, és megtanulta, miközben a hullámokban vergődött, hogy igazi eleme a szilárd talaj.” (Uo. 88. o.)

A populáris igényt kiszolgáló költő-publicista úgy vélte, a South Sea Company története igazi kincsesbánya egy irodalmárnak. A 18. századi skót regényíró és történész Smollett szerint az „ilyen korszak a történész számára a legérdekeltebb”, az ilyen tranzakciók részleteinek leírása csupán „az ízetlen bűnök és a közönséges degeneráció unalmas képét nyújtja” (*Smollett* [1827] Vol. 2. 350. o.). Mackay szerint izgalmas, a képzeletet és az együttérzést egyaránt megmozgató kép, regényíróknak való téma, amikor a „tegnapi gazdagok mára koldussá lesznek, amikor a hatalmasok és befolyásosak száműzöttekké és kiközösítetté válnak, amikor egy egész nép rázza le a hirtelen az ész nyügét és törtet vadul az arany látomás után” (*Mackay* [1852] 70–71.o.). A számos, belőle merítő regényes feldolgozás azt igazolta, Mackay jól érzett rá a buboréktörténet lehetőségeire és jól is használta ki azokat.

Hoppit, a buborékmitoszt kétségbevonó mai történész szemében Mackay könyve, a buboréktörvény visszavonása, az 1825–1826-os válság és a vasútmánia együtt alakították ki a Déltengeri-buborék mint egyszerre modern és időtlen esemény, kontextusából kiszakított és sajátosságaitól megfosztott anakronisztikus legenda 19. századi formáját, amely a köznap diskurzus és a kultúra számos területén hatásos és piacképes szimbólumnak bizonyult. Más stratégiát követtek szerinte azok a 20. századi történészek, akik tudományos szigorral vizsgálták a forrásokat és a történéseket, igyekezve szétválasztani a tényeket és a korabeli siralmak előítéleteit (*Hoppit* [2002]).

¹⁵ Lásd erről *Madarász* [2011].

Közülük az első W. R. Scott, a glasgow-i egyetem közgazdaságtan-professzora, a „skót felvilágosodás” névadója, Adam Smith egyik legfontosabb kutatója volt, aki 1910–1912-ben jelentette meg ma is forrásértékű háromkötetes monográfiáját (*Scott* [1910–1912] I–III.) az angol, az ír és a skót részvénytársaságok történetéről 1720-ig, azaz a fellendülés összeomlásáig, „amelynek pénzügyi műveleteiről később mint buborékról kezdtek beszélni a hitelinfúzió mértéke miatt” (*Scott* [1910–1912] III. 303. o.). A három kötetből (a számozástól eltérő sorrendben): először az egyes társaságok, köztük a South Sea Company önálló monográfiájának is beillő gazdaságtörténeti feldolgozásai jelentek meg, végül az áttekintés a részvénytársaságok helyzetéről a brit és az ír szigeten a 16–18. század kereskedelmi és pénzügyi fejlődésében. A következőkben először Scott műve III. kötetének elemzését mutatom be.

Ahhoz, hogy a South Sea Company-nak az államadósság konverziójára tett javaslatáról és a lebonyolításról világos képet kaphassunk, a séma „két különböző történetét” kell egymással összevetnünk. Az egyik minden értő ember számára hozzáférhető volt, a másikat 1720 végéig gondosan titkolták. Ez torzítja el a korszak képét, és teszi nehezen követhetővé a feldolgozásokat, amelyek szerzői ide-oda ingáznak a nyilvános és a titkos történet között. Ha valaki a beruházók tömegének az előrelátást, olykor az elemi józan ész is mellőző magatartását azoknak az információknak a birtokában rója fel, amelyeket eltitkoltak előlük, akkor „buborékról” beszél, akkor a viselkedésüket „mániának” vagy „örjöngésnek” nevezi, az általános örület következményének. E kifejezések használata azonban előfeltételezi valamifajta társadalmi organizmus eszméjét, ami metaforának elmegy, de nem magyarázat, csupán a „politikai test” régi fogalmának adaptálása. Ám „nemzeti örültségről beszélni” (ami után a nemzetnek ki kell józanodnia, ha fenn akar maradni) csak annak megállapítása, hogy az emberek egy ideig ésszerűtlenül cselekedtek, de nem ad választ ennek okára. Ráadásul, ha a nemzet utána visszatér a normális feltételekhez, ez arról tanúskodik, „hogy ítélőképessége épen maradt”. Mi hát a magyarázat? „A válasz – úgy tűnik – az, hogy az emberek 1720 tavaszán és nyarán véleményüket olyan bizonyítékokra alapozták, amelyek nem voltak teljesek ... Azt az információt, amely ellenkező következtetésre vezetett volna, eltitkolták előlük. Ezért nem lehetetlen, hogy az 1720-as befektető döntését korántsem valamilyen »mánia« hatása alatt, hanem a hozzáférhető adatok alapján hozta meg, lehet, hogy túl optimistán, de egészében helyesen. Ezt a magatartást az teszi ésszerűtlenné, hogy mi hozzáférünk sok tényhez, és nem ismerjük fel, hogy az a rész volt fontosabb, amit akkor eltitkoltak, s amelynek ismeretében a közönség éppen ellenkezően cselekedett volna, mint ahogy valójában.” (*Scott* [1910–1912] III. 303–304. o.)

Scott forrásai között nem említette Mackayt, de a polémia neki (is) szólt: nem a sokaság örültsége, hanem az árfolyamot manipuláló igazgatók gazsága volt felelős a történetekért, és a parlament vizsgálatának vádjait sem csupán az elvakult bosszúvágy diktálta. A nevesített vitapartner Adam Smith, aki a részvénytársaságok tárgyalásakor „a hiányos adatokból hibás következtetésekre jut” Andersont követte, a kereskedelmi monopoljogokkal rendelkező részvénytársaságok elleni elítélését pedig valószínűleg azok az íráskorok is erőteljesen befolyásolták, amelyek közvetlenül a South Sea Company katasztrófája után jelentek meg, a részvénytársaságok sötét üzemeiről, „a végzetes tervről, amely kezdettől fogva buborék volt” (*Scott* [1910–1912] I. 448–456. o.).¹⁶ Valójában „az 1719–1720-as spekuláció egy közgazdasági téveszme elkerülhetetlen következménye volt, amely a politikai korrupció légkörében fejlődött ki”. Ez a tévhit: „a hitel kiterjeszhetőségének eltúlzott eszméje” 1689 után kezdett elterjedni, de a közvélemény és a politikusok nem a valódi okot, hanem a részvénytársasági rendszert hibáztatták, és a buboréktársaságok ellen hozott törvénnyel „megfosztották az ipart attól a tőkemennyiségtől, amely máskülönben rendelkezésére állt

¹⁶ Scott a Thomas Gordon és John Trenchard tollából származó nagyhatalmú cikksorozatot (*Cato's Letters – Trenchard* [1995]) nevezte meg Smith valószínű forrásaként.

volna”. Miért történt így: „a politikusok tévedéseikre időnként találnak orvosszert, de ritkán őszinték annyira, hogy nyilvánosan visszavonják azokat az elveket, amelyek a tévedéseket okozták” (uo. 436–438. o.).

A South Sea Company modern értékelése két monográfiára épül, mindkettő a múlt század hatvanas éveiben jelent meg, és mindkettő, ha más-más értelemben is, a hagyományos történetírást képviseli. Az egyik P. G. M. Dickson oxfordi történész úttörő előző részben gyakran hivatkozott munkája az 1688 utáni angliai pénzügyi forradalomról (*Dickson* [1967]), amelyet máig úgy tekintenek, mint a legfontosabb, rendkívül adatgazdag, szer-teágazó levéltári anyagot és más forrásokra épülő hozzájárulást annak megértéséhez, milyen szerepe volt a közpénzügyeknek, az államadósság kialakulásának és kezelésének Nagy-Britannia sikerében. A South Sea Company meghatározó helyet foglal el Dickson elbeszélésében: az 550 oldalas könyv leghosszabb, a kormányzat hosszú távú kölcsöneit tárgyaló szakasza alapján a South Sea Company fiaskójának aprólékos elemzése, a kialakulástól a következmények felszámolásáig. Dickson az 1720-as esztendő eseményeit két fejezetben mutatja be. A pénzügyi adatokat és a szereplőket józan tárgyilagossággal és szakmai óvatossággal sorakoztató történész véleményét már e fejezetek közös címe is elárulja: *The South Sea Bubble*. Dickson véleménye szerint a hosszú háborúkat sikeresen megvívó Angliában az a meggyőződés uralkodott, hogy a sikerek a rendkívüli pénzügyi szakértelemnek és megbízhatóságnak is köszönhetők, „ez pedig bátorította a pénzügyi projektek gazdasági korlátaira vonatkozó rövidlátást”, és figyelmen kívül hagyta a korlátozott tapasztalatokat, a kormánykölcsönök és adók vagy a magántársaságok nehézségeit és kudarcait. 1719-ben a John Law párizsi sikerei miatt aggódó kormány, melynek egyes tagjai évek óta közeli kapcsolatban álltak a South Sea Company vezetőivel, az európai kereskedelmi központokon úrrá levő optimizmus, spekuláció és részvénykibocsátási hullám közepette nem vizsgálta túl alaposan a társaság javaslatainak megvalósíthatóságát: elkezdődött a South Sea Company komédiája, mely gyorsan fejlődött tragédiává. Mivel a történeti narratívában számos alkalommal hivatkoztam *Dickson* [1967]-ra, ezért itt elegendő néhány pontra emlékeztetni:

a) szerinte is létezett az igazgatók belső köre, amely Knighttal és néhány politikussal együtt döntő szerepet játszott a „séma” kidolgozásában és végrehajtásában (112–116. o.);

b) veszélyes és felelőtlen volt, és csak rövid távon működhetett a South Sea Company igazgatóinak taktikája a részvényárak emelkedésének biztosítására, de „ragyogó módon volt kitalálva és végrehajtva” (144. o.);

c) az adósságcsera „sémája”, miként Walpole 1720 decemberében hangsúlyozta, alapján eredményes volt, mert lehetővé tette – a hitelezők rovására – az államadósság szerkezeti átalakítását, megnyitva az utat a következő évtizedek politikája előtt, amely a tőkét és a kamatterheket is csökkenteni tudta (134., 196. o.);

d) a buborékot kiváltó spekulációs láz, az összeomlás utáni reakciók kíméletlensége a londoni nagyvárosi életből következett, amelyben a „bizonytalanság ösztönözte a csalást és a kegyetlenséget”, a nagy vagyoni különbségek és a korrupció táplálták a korlátlan nyereségvágyat, a kapzsiságot (155–156. o.);

e) a válság hosszú távon azzal a tanulsággal járt, hogy „a közbizalmat soha többé nem szabad kiszolgáltatni a politikusok és a cégalapítók intrikáinak”, s a hibák ellenére az angol közpénzügyek kezelése a 18. század végéig „becsületesebb és hatékonyabb maradt, mint Európa bármely más országában” (198. o.).

A szikár pénzügytörténeten azonban egy helyütt átszillan az 1960-as évek brit iróniája, mintha Parkinsont olvasnánk: a South Sea Company a buborék kipukkadása után nagyobb székházat építtetett magának, és megduplázta alkalmazottai számát.

Időrendben John Carswell monográfiája a korábbi, ennek első kiadása 1960-ban látott napvilágot, majd 1993-ban új, bővített formában jelent meg (*Carswell* [1993]). A közhiva-

talnoki munkája mellett kutató és publikáló szerző könyve hagyományos eseménytörténet, amelynek erőssége a személyek és intrikák megjelenítése, s nem a pénzügyi részletek, mint ahogy *Dickson* [1963] szárazon megjegyezte róla. Valóban, ha valakit a South Sea Company harmadik részvényjegyzésekor kibocsátott előlegigazolások másodlagos piacának technikai részletei érdekelnék, akkor nem Carswell kell fellapoznia, de ha listát akar látni az egyes igazgatók pályafutásáról, eleven és színes leírást szeretne olvasni I. György és Aislabie megbeszéléséről a király további befektetését illetően, vagy a császári hatóságok és a londoni kormány megbízottjának tárgyalásairól Knight ki nem adatásának ügyében, akkor erre a könyvre van szüksége. Az utóbbit röviden összefoglalva: könyvének második kiadásában Carswell a bécsi Staatsarchiv dokumentumai alapján bemutatta, hogyan manőverezett 1721 márciusa és októbere között a londoni kormány és a császári udvar ebben a Jókai-regénybe illő történetben. Knightot – mint korábban láttuk – szökése után egy túlbuzgó angol ügynöknek köszönhetően a Habsburg-uralom alatt álló Flandriában letartóztatták, és az antwerpeni börtönben őrizték. Iratait, köztük a híres titkos „zöld könyvet” elkobozták, de ezek további sorsáról bizonyosat nem tudni.¹⁷ Hosszas tárgyalások után, amelyek során a brit diplomata egyszerre adta elő kormánya nyilvános és titkos mondanivalóját: a kiadatás sürgetését, nehogy a brit parlament és nép kételkedjen a kormány szándékának komolyságában, és azt a kívánságot, „hogy a fogoly ne kerüljön átadásra”, Bécs eljutott a kínos ügy megoldásáig. Ennek megfelelően először az osztrák alkormányzó által instruált brabanti rendek tagadták meg ősi kiváltságaikra hivatkozva Knight kiadatását, majd az angol megbízott tárgyalópartnerei kívánságára írásba adta, hogy „a Király azt óhajtja, hogy tegyék lehetővé Knightnek a szökést Antwerpen börtönéből” anélkül, hogy úgy tűnjön, ez „Öfelsége vagy kormánya egyetértésével történt”. Pillanatnyi külpolitikai érdekei alapján végül a bécsi udvari tanács elfogadta a javaslatot és Savoyai Jenő elnöklete alatt kidolgozta és jóváhagyta Knight és fia „szökésének” tervét, amelyet egy speciális megbízott felügyelt. A két angolt a francia határra vitték, a szökésért „felelős” őrt hivatalosan dezertőrnek nyilvánították, titokban pedig egy másik ezredbe került más név alatt, és tisztes hallgatási díjjal, a lebonyolításért felelős tisztet pedig előléptetéssel és egy erdélyi egység parancsnokságával jutalmazták. A költségekről az alkormányzó számlát küldött Bécsbe, visszautasítva az angol megbízott ajánlatát a közvetlen kifizetésre. Knight évtizedeken át Párizsban élt, ahol a kimentett vagyonból bankárként működött. Angliába Walpole bukása után térhetett vissza, az elkobzott, de fia által visszavásárolt birtokára.

Carswell a párhuzamos történet formáját választotta a South Sea Company felívelésének és a buborék kipukkadásának elbeszéléséhez, „a korszak legnagyobb pénzembere” (Law) és a Mississippi Társaság sorsa háttérként szolgál az intellektuálisan kisebb kaliberű és korlátozottabb eszközökkel rendelkező angol vetélytársai lépéseinek bemutatásához. A monográfia egyetértve idézte Law véleményét a South Sea Company adósságcse-retervéréről: míg a francia gazdaságnak szüksége volt a pénzmennyiség növelésével való ösztönzésre, az angolnak nem, és a társaság a létező intézmények közül a legkevésbé volt alkalmas ennek hasznos befektetésére. Az 1720-as „buborékesztendő” rejtélyének – miért vált egy örülség áldozatává egész Nyugat-Európa – magyarázatát keresve, Carswell az indulatok kirobbanását arra vezette vissza, hogy az embereknek, akik gazdagnak képelték magukat, rá kellett döbenniük, hogy nem azok. A szervezők pedig Angliában „kétségtelenül csalók voltak, akiket a személyes meggazdagodás motivált, a politikusok pedig nemcsak kapzsik és korruptak voltak, de a South Sea sémája politikai problémáikra is megoldásnak tűnt” (*Carswell* [1993]). De miért hitték el „a buborékot kitervelő és irányító nagyon intelligens emberek”, hogy valódi vagyontárgyak vagy üzleti kilátások

¹⁷ Carswell azt feltételezte, hogy ezeket megküldték Londonba, és a kormány új vezetői: Walpole és Townshend már ezek ismeretében valósították meg a vizsgálat és elleplezés kettős politikáját.

hiján légies rendszerük nem fog összeomlani? Míg Law számára az autokratikus és centralizált francia monarchia kormányzatában megszerzett hatalom komoly lehetőséget ígért a világméretű távolsági kereskedelem korlátlan lehetőségeinek kiaknázására, a South Sea Company belső köre nem számolhatott Kelet-Indiával és Afrikával az ott monopoljogokat élvező társaságok miatt, a spanyol protekcionizmus falán pedig tíz év alatt nem tudtak nagyobb részt útni. Carswell ezért arra jutott, hogy Blunték ugyanarra számítottak, mint amiről Law története szólt: „a politikai hatalom birtoklására”. „Elcsábítva a monarchiát, a kormányt és a parlament nagy részét ... az volt az illúziójuk, hogy részvényeik elterjedése a tulajdonosrétegek között annyira érdekeltté teszi ezeket az új monopólium túlélésében, hogy a társaság válna az egész helyzet urává” (uo. 242. o.). Vagyis a monográfia – hivatkozás nélkül – ugyanazt a szándékot tulajdonította a South Sea Company irányítóinak, mint 1720-ban a tervet körömszakadtáig ellenző és a vizsgálóbizottságban részt vevő Archibald Hutcheson. Ő attól tartott, hogy a megszerzett hatalmas tőke miatt a South Sea Company „hatalmában áll majd és hajlamos is lesz rá, hogy bekebelezze a Bank of Englandot, az East India Companyt és Anglia egész kereskedelmét, és okkal feltételezhető, hogy olyan befolyásra fog szert tenni, hogy Anglia minden jövődő parlamentje csupán e társaság bizottsága lesz” (Hutcheson [1720] 7. o.).

Carswell másik következtetése szerint az összeomlás új korszakot nyitott: az óvatos konzervativizmusét, ellenségességet a változással szemben, a tőzsde szárnyainak megnyirbálását. Hiába volt a tengerentúli kereskedelem és a gyarmatosítás növekedése, ezekben az években „különös elakadást érezni”. Mi lett volna, ha rövidebb a századelő és a századvég innovációs évtizedeit elválasztó szakasz? Előbb következik be az ipari forradalom? E könnyednek szánt megjegyzések a gazdaságtörténészek körében (Kindleberger [1996] 191. o.) nem arattak egyértelmű sikert (a tényellentétes történetírás csak később jött divatba), de a South Sea Company mint buborék definitív érvényűnek elfogadott leírása értékes alapanyagot jelentett a spekulációk természetét és történetét vizsgáló közgazdászoknak és gazdaságtörténészeknek Galbraithtól Kindlebergerig.

Mielőtt ezekre keritenénk sort, szükséges utalni Schumpeter [1939] véleményére. A grandiózus főműnek szánt, de jórészt visszhang nélkül maradó *Business Cycles* a South Sea Companyt a kormányzat pénzügyi eszközeként jellemezte, az 1719–1920-as eseményeket pedig egy ciklikus fellendülés és depresszió mozzanataiként. Itt is az innovációs mechanizmus működése a felismerhető mozgatóerő a spekuláció és az összeomlás mögött: „a mániát a megelőző innovációs periódus hívta életre, amely átalakította a gazdasági struktúrát, és felborította a dolgok előző rendjét”. Az ipari és kereskedelmi projektek, a pénzügyi szféra új megoldásai, az építési konjunktúra stb. ugyanúgy párhuzamba állíthatók a 19. századi válságok menetével, mint ahogy a túlzott spekuláció és a tőzsdei válság, valamint a nemzetközi kiterjedés (Schumpeter [1939], 250. o., lásd még McCraw [2007]).

J. K. Galbraith, hajdan Schumpeter ifjabb harvardi kollégája, fél évszázaddal későbbi, 1993-ban megjelent fesztelen esszéjében (*A Short History of Financial Euphoria*, magyarul: Galbraith [1995]) a „visszatérő pénzügyi örületek” változatlan tényezőire összpontosított, amelyek szerinte a piaci szereplők önmagukba vetett hitéből, a józan ész tuta dobó eufóriából és a gátlástalan nyereségvágyból tevődnek össze – s ennek klasszikus esetei között szerepelt a South Sea Company. Az örültségre kihegyezett mondanója alátámasztásában Galbraith nem hagyatkozott csak Carswell „alapvető fontosságú” monográfiájára, hanem hosszan és egyetértően idézte az „egyedülállóan pontos” Mackay számadását is.

Kindleberger, az MIT professzora pályája kései szakaszán vált a nemzetközi gazdaságtan szakértőjéből a gazdaságtörténet, ezen belül a pénzügyi történelem nagy tekintélyű kutatójává, amiben meghatározó szerepe volt a válságok történetéről 1978-ban megjelent könyve (*Manias, Panics and Crashes*) sikerének (harmadik kiadása: Kindleberger [1996]). Pedig ez a könyv már ellenszélben született, hiszen címében is vállalta a folyamatosságot

a mániák és összeomlások anekdotáit összegyűjtő hajdani elbeszélésekkel, ahelyett hogy ezeket félresöpörve a közgazdaságtanban és a gazdaságtörténetben akkortájt dominánssá váló irányzatnak megfelelően szigorúan racionális alanyokkal és kvantitatív elemzésekkel vizsgálta volna tárgyát. Kindleberger „irodalmi közgazdaságtana”, amely jelentős mértékben épített a másodlagos forrásokra (s amelyet olykor ő maga nevezett anekdotázónak), a spekulációs mániát okozó tömegpszichológia vagy hisztéria egyik eseteként fogadta el érvényesnek Mackay leírását a Dél-tengeri-buborékról, akárcsak Carswell történeteit és számos megállapítását, kivéve az 1720 utáni évtizedekre vonatkozó stagnálás feltételezését.¹⁸ Ebben olykor óvatlanul járt el, hiszen az ismeretlen célra 2000 fontot összegyűjtő szélhámos vállalkozás legendája és a Newton-anekdota nála is megtalálható.

Az ő értelmezési kerete azonban jóval összetettebb a mánia korábbi magyarázatainál; Himan Minsky pénzügyi instabilitási hipotézisére építve szálazta szét a racionális egyén és az irracionális tömeg kapcsolatát, hangsúlyozva, hogy különböző esetek, mint például az induláskor racionális szereplők valóságérzékének elvesztése a folyamat során, a spekuláció különböző időszakaiban belépő csoportok eltérő racionalitása, a rossz modell és a rosszul értékelt információ stb. vezethetnek az eufória kialakulásához, önbeteljesítő mániához és összeomláshoz (Kindleberger [1996] 23–24. o.). E harmadik kiadás előszavában Kindleberger már élesen reagált azokra az írásokra, amelyek tagadták a mániák vagy a buborékok történelmi létezését: „ez klasszikus próbája annak, hogy a közgazdasági elmélet 360 évvel később érvénytelenítheti-e a résztvevők és a történészek interpretációját” (IX. o.). Úgy vélte, hogy a történelmi közgazdaságtan – szemben a kliometriává alakult legújabb gazdaságtörténettel – a humán tudományokhoz áll közelebb, és magyarázatot tud adni azokra a jelenségekre és ellentmondásokra, ahol a racionális szereplők hipotézise hamisnak bizonyul: a tulipánmániára, a Mississipp-i és a Dél-tengeri-buborékra, a vasútmániára, az egymást követő pénzügyi válságokra, amelyeknél a rajongás már nem egyetlen jószágra vagy részvényre irányult. „A részletek különböznek, de a minta nagyon hasonló: valamilyen autonóm esemény megváltoztatja a befektetési lehetőségeket, a befektetők reagálnak. Az elsők jelentős nyereségre tesznek szert, mások követik őket, és a halmozódó nyereség olyanokat is oda csábít, akik hétköznapi életükben racionálisak lehetnek, de nem tájékozottak a pénzügyi piacokról vagy a befektetés tárgyáról, és későn lépnek be, amikor az árak magasak.” (Kindleberger [1990] 7. o.)

A buborékokról folytatott vitában a másik oldalon álló Peter Garber elsősorban a tulipánmániát igyekezett visszamenőleg kiiktatni a történelemből (Garber [2000], Madarász [2009]), de azért a South Sea Company-nak is jutott némi figyelem. Az eseménytörténethez Scott, Carswell és Dickson leírása szolgált forrásként számára, a pénzügyi piacok nemzetközi összefüggéseinek ábrázolásában és az adatok értelmezésében pedig Larry Neal 1990-es kitűnő munkájára támaszkodott (Neal [1990]). Garber Scott nyomán a South Sea Company-részvény 400 százalékos árfolyamát nem tartotta túlárazottnak, s bár elismerte, hogy „visszatekintve a magasabb árat igazoló kereskedelmi haszon becslése valószínűleg túl optimista volt”, de úgy látta, ettől még nincs okunk a buborékról beszélni. „Az epizód kézenfekvő értelmezése, hogy a spekulánsok a rendelkezésre álló legjobb gazdasági elemzés alapján cselekedtek, és a piaci fundamentumokról alkotott véleményük változása nyomta felfelé az árakat”. A korrupció ténye nem bizonyíték a csalásra, hiszen a korszak megszokott jelensége, mivel a parlament minden nyereséges vállalkozást képes volt megakadályozni, ha tagjai nem részesedtek belőle. „Végül is választanunk kell: az eseményeket vagy a piaci fundamentumok alapján magyarázzuk, vagy a buborék és a tömegpszichológiai elméletek

¹⁸ Ennek alapján vagy súlyos melléfogás, vagy tudatos félremagyarázás őt a „hagyományos magyarázatokat elutasító revizionista történészek” csoportjába sorolni a minden történelmi buborékot tagadó Garberrel együtt, miként azt H. Paul teszi.

alajján. Az a véleményem, hogy a buborékelméletek a könnyű kiutat jelentik – ez csupán név, amit azon ármozgásokra alkalmazunk, amelyeket nem tudunk könnyen magyarázni. Tautologikus magyarázatok lévén, soha nem lehet őket megcáfolni.” (Garber [2000] 122., 126. o.) Buborékok tehát a gazdaságban nincsenek, és nem is voltak soha, ez csak irodalmi metafora. Garber képből a törekvésének két, párhuzamosan fellépő és egymással összefüggő elméleti fejlemény „ágyazott meg”: az 1980-as években a közgazdaságtan főáramává előlépő új klasszikus irányzat és a „kliometriai forradalom”.

A South Sea Company történetének újraértelmezései közül Larry Neal munkája (Neal [1990]) – amely az európai pénzügyi piacok integrálódását elemzi „a felvilágosodás korában” – annak példája, hogy e két tudományos áramlat szinergiája jóval mértéktartóbb eredményhez is vezethetett, mint Garbernél. A racionális buborék fogalmát, amelyet az 1720-as folyamatok leírására adaptált, Neal az 1980-as évek elméleti és pénzügyi irodalmából vette át, noha a fogalom alkalmazhatóságát a közgazdaságtanban akkortájt számos kétely övezte. A racionális várakozások és a hatékony pénzügyi piacok paradigmája erős változtatának alapfeltevései (független egyéni hasznosságfüggvények, tökéletes és szimmetrikus információ, azonnali arbitrázslehetőségek stb.) ugyan kizárják az aktuális árak tartós eltéréseit a fundamentális értékektől, azaz a buborékok és összeomlások lehetőségét (Vogel [2010]), de már az 1980-as évek irodalmában megjelentek olyan írások, amelyek a racionalitás feltevését bizonyos esetekben összeegyeztethetőnek tartották a buborékok, az elszabaduló árak és az összeomlások létezésével (Tirole [1982], Blanchard–Watson [1983]). Az évtized végén egy makroökonomiai áttekintés már azt fogalmazta meg, hogy bár fel lehet állítani olyan modelleket, amelyek kielégítik az egyensúlyi szemlélet követelményeit, és mégis buborékhatásokat eredményeznek, ám ezek csupán szellemes elméleti érdekességek, empirikus jelentőségük nincs, az új klasszikus makroökonomia hipotézise helytálló: a valós gazdaságok fontos árait tekintve a buborékmentes megoldás áll fenn (McCallum [1989]). Miként Froot és Obstfeld 1991-ben megállapította, hiába voltak sokan elégedetlenek a részvényárak egyszerű jelenérték-magyarázatával, amely a racionális várakozásokon és az állandó diszkontrátán alapult, az ökonometriai elemzések nem igazolták, hogy a racionális buborékokkal meg lehetne magyarázni az árak jelentős és tartós eltéréseit, ezért a buborékok iránti érdeklődés megcsappant (Froot–Obstfeld [1991]). A New Palgrave közgazdasági lexikon idevágó szócikkét író Kindleberger is azt észrevételezte 1987-ben, hogy az elméleti irodalomban nincs elfogadott definíció a buborékokra, és abban sincs egyetértés, hogy lehetségesek-e egyáltalán (Kindleberger [1987]). Vagyis kellett egyfajta elméleti bátorság ahhoz, hogy valaki ezt a fogalmat egy gazdaságtörténeti magyarázatban kulcsfogalomként használja 1990-ben.¹⁹

Neal másik inspirálója az 1960-as évektől kibontakozó új gazdaságtörténet vagy kliometriai forradalom, amely a kvantifikációt, az ökonometriai elemzés eszközeit állította előtérbe, szemben a gazdaságtörténet előző generációi által képviselt nagy narratívák hagyományával. Az elemzés néhány megállapítását korábban már idéztük, most a konklúziót vesszük szemügyre. Neal [1990] a racionális buborékot úgy határozza meg, mint az árfolyam folyamatos emelkedését, amelyet a további áremelkedésre számító befektetők generálnak, vagyis önbeteljesítő jóslatként működik egy korlátozott időtartamon belül. A folyamat szükségképpen és többnyire drámaian ér véget, amikor az áraknak vissza kell térniük a fundamentumok, a hosszú távú kereslet és kínálat által meghatározott szintre. Ha a South Sea Company történetét nem Anderson és Kindleberger szemüvegén keresztül nézzük, mint a külső sokk által okozott, a várt nyereséget illető alapvető változást, amit a könnyű hitel általános mániává változtatott, akkor helye van a racionális buborék feltevés-

¹⁹ A buborékelemzés összefoglalásához Vogel [2010] idézett műve mellett lásd Brunnermeier [2008] szócikkét a Palgrave Dictionary 2008-as kiadásában.

sének. Ehhez pontosan a kereskedők ama két csoportjára, a beavatott és a nem informált igazgatókra és befektetőkre volt szükség, akikről W. R. Scott „klasszikus elemzése” szól. A statisztikai tesztek és a logikai elemzés eredménye szerint 1720 februárja és májusa között, a külföldi befektetők aktív részvétele idején a South Sea Company ára racionális buborék volt. „Ez azt jelenti, hogy nem csupán válasz volt a piaci fundamentumok változására, legalábbis abban az időszakban, amikor a külföldi pénz a londoni piacra lépett, és nem is volt irracionális abban a szűk értelemben, ahogyan ezt racionális buborék általunk adott definíciója feltételezi.” (Neal [1990] 77–88. o.) Vagyis ez az interpretáció jórészt „kiiktatja a résztvevők irracionalitását, amit a korábbi leírások állítottak”, de nem tagadja a buborék létezését. A kvantifikáció korlátokba ütközik, ha azt az alapkérdést próbálja megválaszolni: „Milyen mértékben volt a Déltengeri-buborék a fundamentumok változása, racionális buborék és egy irracionális hullám. Valójában nem tudjuk megmondani, mert ehhez tudni kellene, hogy mennyien voltak a könnyen rászédhető befektetők, mennyien a tisztán látók, és hányan a minden hájjal megkent manipulátorok, és külön-külön mekkora volt az általuk befektetett összeg?” (Uo. 110–111. o.)

Azt azonban el lehet mondani, hogy az első szakasz az adósságcseré pénzügyi innovációja nyomán a fundamentumok változása (május 15-ig és 365-ös árfolyamig), a második a racionális buborék a külföldi befektetők belépése következtében (június 22-ig és 765-ös árfolyamig), a harmadik a június 23 és augusztus 23 közötti periódus, amikor a részvénykönyvek zárva voltak, az átruházások bejegyzése szünetelt. A hirtelen 950-re emelkedő árfolyam az azonnali árak helyett határidős árakat jelentett – rendkívül jelentős prémiummal –, és nem sorolható a racionális buborékok közé, utána pedig a határidős árak visszatértek az azonnali árak szintjére. Augusztus végén a buborék kipukkadt, mert a hitel beszűkülése tarthatatlanná tette a spekulációs pozíciókat, a szeptember végétől decemberig tartó időszakban pedig az újjászervezés és kárpótlás bizonytalanságai miatt az árak a májusi fundamentum szint alá, 200-ig süllyedtek. „De hasznos felidézni, hogy a részvény ára az év kezdetén 128 volt ... bármelyik részvényes, aki semmibe vette az egész eseménysort, és megtartotta eredeti pakettjét, ha december 31-én felébredt és eladta ezt, 56 százalékos évi hozamot realizált.” (Neal [1990], 111–112. o.) E rózsaszínű befejezés kapcsán talán azt sem haszontalan megjegyezni, hogy Neal részvényárakra vonatkozó technikai elemzésével szemben, amely többé-kevésbé egybecseng Scott véleményével (a 400-as árfolyam ugyan rendkívül optimista volt, de lehetségesnek tűnt, hogy ez a bizalom később igazolódik), az éves Csipkerózsika-álmot alvó befektetők kollektív helyzetéből Scott más következtetésre jutott. Ha az adósságcseré előtti és az év végi ár közeli szintje miatt „sietősen arra következtetünk, hogy a spekulációs osztály sem nem nyert, sem nem veszített, az egyéni befektető nyeresége pedig a másik vesztesége volt”, akkor figyelmen kívül hagyjuk azok veszteségét, akik 300–400-as árfolyamon készpénzért vásárolták meg a részvényt – ez az összkibocsátás egyharmada (Scott [1910–1912] III. 351. o.). A mikro és a makro vitája – tehetné hozzá valaki. Némi rosszindulattal pedig azt is, hogy a kitűnő gazdaságtörténész máskor is hajlamos a könnyed optimizmusra; a nagy recesszió előestéjén írta egy, a pénzügyi piacok történetével foglalkozó kötetben: „ha szemügyre vesszük a pénzügyek, a tőkepiac és a kormányzati szabályozás fejlődésének legújabb történetét, úgy tűnik, hogy a kezdeti tévedéseket hamarabb ismerik fel és orvosolják, mint korábban. 2007-ben legalábbis még a pénzügyek történészei is óvatosan optimisták lehetnek a globális pénzügyek jövőjét illetően” (Atack–Neal [2009] 452. o.).

Az eddigiek alapján az a benyomása támadhat az olvasónak, hogy a múlt buborékainak visszamenőleges kikészöblése²⁰ a 20. század végén és a 21. elején annak köszönhető,

²⁰ Kevin Hassett ezt tréfásan garberezésnek keresztelte el – így örökítve meg „Peter Garbert, a buborékok első és legnagyobb leleplezőjét” (Hassett [2002] 126–128. o.).

hogy a pénzügyi közgazdaságtan modern eredményei fokozatosan teret nyernek a gazdaságtörténetben, ám ez a kép csalóka. Burton Malkiel, a befektetési bankár és princetoni professzor népszerű és nagy sikerű befektetési útmutatója (*Bolyongás a Wall Streeten*) a modern pénzügyi elméletet hétköznapi nyelven is érthetővé tevő áttekintését azzal kezdte, hogy teljesen hagyományos leírást adott a buborékelméletről és a tömegőrület ismert példájáról: a tulipánmániától a Déltengeri-buborékon át az 1929-es tőzsdekrachig (a magyar fordításban – *Malkiel* [1992] – léggömb szerepel, jóllehet 1719–1720-ban a Montgolfier fivérek még meg sem születtek).²¹ A pénzügytan professzora volt az a Richard Dale is, aki több tanulmányban és egy könyvben kínált régi-új olvasatot „az első válság” történetéről és tanulságairól: a piacok megőrülhetnek, és a befektetők irracionálisát korabeli elemzésekkel és tényekkel lehet bizonyítani. Ahogy láttuk, ez a gondolatmenet is összefüggésbe hozta a hajdani buborékot és a jelen eseményeit: ha 1720 történései bepillantást adnak a pénzügyi piacok természetébe, akkor ezt a mai befektetőknek és gazdaságpolitikusoknak is szükséges átlátniuk, az erről folyó vita nem is lehetne aktuálisabb: „a racionalitás–irracionális kérdés ma is középpontban van” (*Dale* [2004] 3. o.).

Dale két pillérré építette érvelését: az egyik a részvény-előjegyzések árának vizsgálata, a másik Archibald Hutcheson korabeli számításainak és írásainak összevetése a modern árfolyam-elemzéssel nyerhető eredményekkel. Az első szerint az előjegyzések és igazolások piaci árai és a tényleges részvények árai között jelentős és növekvő különbség alakult ki, vagyis a túlárzott részvényeket helyettesítő előjegyzések ára még magasabb volt, mint a részvényeké. Röviden, a fellendülés tetőpontján a befektetők nem tudták bearázni a részvényeket és az előjegyzéseket. A South Sea Company részvényei képtelenül túlárzottak voltak, noha a társaság ismert módon alig volt több, mint a járadékok birtoklója. Az előjegyzések kereskedelmében a relatív árak sem tükröztek ésszerű értékelést, az ugyanarra az eszközre és osztalékra szóló harmadik és negyedik jegyzés esetében az árak jóval magasabbak voltak, vagyis a befektetők többet adtak azokért az előjegyzésekért, amelyeket kevesebbért is megkaphattak volna. „Ha ez nem meggyőző bizonyítéka a befektetők irracionálisának, akkor nehéz elképzelni, mi is lehetne az.” (*Dale* [2004] 181. o.)

Az irracionális másik bizonyítékaként Dale Hutcheson írásaira hivatkozott, amelyekből korábban én is többször idéztem. A South Sea Company elszánt ellenfelének elemzései és számításai „világosan és szigorúan kimutatták, hogy a piaci értékelések fokozatosan és egyre jobban elszakadtak a fundamentális értékektől a buborék esztendejének tavaszán és nyarán egészen addig, amíg – miként ő előre látta – az összeomlás elkerülhetetlenné vált. Hutcheson a racionalitás hangja és ez világítja meg a beruházók eszeveszettségét.” (Uo. 180. o.) Írásai azért fontosak, mert kiderül, hogy ezek az értékelési módszerek ismertek voltak a korabeli London pénzügyi közösségében, de a befektetői irracionális 1720-ban semmibe vette a józan számításokat. Ez azért fontos, mert cáfolja azok érveit, akik a pénzügyi piacok és a vállalatirányítás fejlődésére, a közzételti szabályokra, a befektetővédelemre stb. hivatkozva nem tulajdonítanak jelentőséget e rövid ideig tartó és gazdasági hatásában nem jelentős hajdani piaci eseménynek. Hiába álltak rendelkezésre az információk és az értékelési módszerek 1720-ban, az Exchange Allyn tolakodó spekulánsokat ez nem érdekelte. Dale idézve *Anderson* [1790] figyelemztetését, jutott el az időszzerű következtetéshez: a japán tőzsdepiaci buborék, a dotcom az Egyesült Államokban egyaránt azt bizonyítja, hogy lehetséges az eszközök hosszú távú túlárzása, annak minden káros következményével, vagyis a piacok időről időre megőrülhetnek, 1720 meséje rólunk is szól.²²

²¹ Az első kiadás 1973-ban jelent meg, a legújabb 2011-ben, lásd még *Malkiel* [2010].

²² Dale állításait vitatta *Shea* cikke, de Dale fenntartotta véleményét (lásd *Dale–Johnson–Lang* [2005], [2007], *Shea* [2007]).

Ahogy nem meglepő, ha a „nagy mérséklődés” idején is buborékokat találó közgazdászoknak kézenfekvő volt a South Sea Company felemeletése, úgy azon sem lehet csodálkozni, hogy akadt jeles történész, akit zavart ez a címke, ez az időtlennek kikiáltott jelentőség, amely árnyékba borítja az 1720-as történések sajátos mozzanatait és jellemzőit. Ugyanakkor az igazsághoz az is hozzátartozik, hogy Hoppit [2002] történelmi mítoszrombolásra vállalkozó tanulmánya, amely egyebek között a hallgatás és zaj megfelelő különválasztását szorgalmazza, maga is hallgat azokról a történelmi összefoglalásokról, amelyek a hagyományos képet érvényesnek fogadták el.²³

Első lépésben Hoppit három közhelyes elképzelést vesz célba a buborékot övező mítosz elemei közül:

a) a befektetők mindenhol jöttek, és minden józan mérlegelést és óvatosságot elfelejtettek;

b) a buborék jelentősen növelte a társadalmi mobilitást: sokan meggazdagodtak, még többen elszegényedtek;

c) az összeomlás jelentős gazdasági zavarokat okozott.

Mindhárom vélemény hangot kapott 1720-ban, de ettől még homokra épült. Hoppit sajátos módon ötvözi egybe a séma korabeli ellenfeleinek kritikáját és Neal [1990] érvelését az 1720-as évet átalvó sikeres befektetőről, rámutatva, hogy a befektetőket nem csupán a nyereségvágy mozgatta, és jobban látták a veszélyeket, mint azt róluk szokás feltételezni. A második azért nem áll meg, mert a legtöbb befektető a városi és vidéki társadalmi elitből jött, vagyis a veszteség és nyereség legfeljebb e csoporton belül hozott átrendeződést. A harmadik pedig csak megszorításokkal igaz: a buborék valóban katasztrófa volt, de a magas politikát, a pénzügyi világ és a társadalom csúcsait mozgatta meg. Igaz ugyan, hogy a csődök és az öngyilkosságok száma is nőtt valamelyest, de a mérték ugyanúgy nem igazolja a katasztrófa rendkívüli méretét illető elképzeléseket, mint ahogyan az arany árának 5 százalékos növekedése sem 1720 utolsó hónapjaiban (csak összehasonlításként: 2011 augusztus közepén az arany ára angol fontban egy hónap alatt nőtt 8,48 százalékkal).

Hoppit tanulmányának második része arra keres választ, miért gyakorolt akkora hatást a buborék a kortársakra, és miért olyan vonzó hivatkozási pont máig is? Ebben a gondolatmenetben a mítoszok elleni harc lendülete olykor túl messzire ragadja a jeles történészt, ezért következtetéseit tanácsos néha fenntartással kezelni. Az első időszakban, 1720–1721 során, szerinte a politikai és morális reakciókat (s e kettő nem választható el élesen egymástól) elsősorban az határozta meg, hogy a South Sea Company az államadósság korábbi formáinak aláásásával a szabadság és tulajdon addigi alapvető összefüggéseit kérdőjelezte meg, ezért csak vihart okozhatott. Ez viszont felerősítette a közjót szolgáló politikai folyamat kudarcáról, az egypárti whig kormányzás korrupciójáról és kliensrendszeréről szóló ellenzéki szövegeket. A másik elem a képes és szöveges satírák és morális prédikációk üzenete volt a politikai-vallási rend megingásáról, amit alátámasztott az istenkáromlás, a játékszenvedély és az utcai rablások növekedése és szigorú törvényekkel való megfékezésük kísérlete is.

A második fázis 1771-gyel indul, amikor az Encyclopaedia Britannica első kiadásának a tanulmány legelején idézett szövege Hoppit szerint először használta a Dél-tengeri-buborék kifejezést, mert addig „séma” vagy „affér” megnevezéssel hivatkoztak rá, a buborék megjelölést pedig többes számban és kisbetűvel arra a százkilencvenvalahány részvénytársaságra alkalmazták, amelyekről már volt szó. „1771-ben az történt, hogy kiszeltek egy fogalmat, hogy értelmet adjanak 1720 zavaros eseményeinek, de azóta ez az egyetlen címke sugall egyiséget arról, ami három különböző, bár összefüggő esemény volt: a South Sea sémája, a 190 részvénytársasági buborék és a nemzetközi pénzügyi

²³ Lásd például a New Cambridge Modern History 7. kötetében Brock [1996] fejezetét (250–251. o.).

válság, amely Párizsban kezdődött. Ráadásul a szavak itt számítanak, mert céloznak valamire. A buborék egy felfújt valami, ami a kipukkadásra vár, míg a séma több gondos-ságot sugall, noha talán az is épp annyira mesterséges. A kortársak tisztában voltak vele, hogy a 190 buborék pusztán tisztavirág-életű, de a South Sea sémája sokkal alaposabb és komolyabb volt. Így tehát a Déltengeri-buborékról beszélni anakronizmus vagy elízió, amely mellőzi azt a gondosságot, amivel egykor megkülönböztettek nagyon különböző dolgokat.” (Hoppit [2002] 163. o.) Megint egy átlapozható filológiai szörszálhasogatás – legyinthet valaki, de Hoppitnak igaza van: a szavak számítanak. Ha a Déltengeri-buborék fogalma csak 50 évvel később, egészen más történeti kontextusban született meg a hajdani történelem leírására, akkor az esemény és fogalom távolságának legalábbis gyanakvást kell ébresztenie az utókorban e diskurzus használhatóságát és motívumait illetően. Ámde Hoppit érvelése enyhén szólva gyenge lábakon áll: annyi igaz belőle, hogy az összefüggő kifejezés nem szerepel valamely korabeli mű címében. Az azonban egyszerűen nevetséges, hogy a „kortársak nagyon ritkán nevezték a South Sea-sémát buboréknak”. Hadd idézzük még egyszer Swift költeménye, a legismertebb irodalmi reflexió befejező sorát 1721-ből: „*South Sea at best a mighty Bubble*”.

Hoppit szerint „Dr. Johnson szótára (Johnson [1755]) nem tartalmazta a Déltengeri-buborék” kifejezést – de idézte Swift költeményének utolsó versszakát, benne ezt a sort. Daniel Defoe egyik 1721-es pamfletjében így írt a buboréktörvény hatásáról: „ez sokkolta az embereket ..., és azt sugallta nekik, hogy maga a South Sea is rendkívüli nagysága miatt szintén buborékká válik (*the South Sea itself being by the extravagant Greatness become a Bubble also*) és valamikor szintén éri egy hasonló sokk”. (Defoe [1721] 23. o.) Aislabe pénzügyminiszter a Lordok Háza előtt elmondott védekezésében arról beszélt, hogy a buborékok elterjedése annyira általános volt, hogy amikor a Bank of England versenybe szállt az adósságcserre lebonyolításáért, „ha elnyerte volna a sémát, maga a Bank is buborékká vált volna (*if the Bank had obtained the Scheme, the very Bank became a Bubble*)” (Aislabe [1721] 15. o.) A buborékok csatáját leíró, 1720 októberében kiadott névtelen pamflet (*Battle of the ...*[1720]) váltogatva használja a buborék, vadállat és szörnyeteg kifejezést az Angliát 1720-ban hatalmukba kerítő lényekre, akik egyetlen anya, egy Kapzsiság nevű holland nő méhéből jöttek a világra, apjuk pedig Trükkös Robin volt. A legidősebb közülük Oceana, a többiek pedig mind az ő „ikertestvérei és nővérei” – és itt következett a buboréktársaságok listája.

A korrektség miatt hozzá kell tennem, hogy e pamflettel először éppen Hoppit egyik írásában találkoztam, nem az idézett cikkben, hanem abban a kiváló monográfiájában, amely az 1689–1727 közötti korszakot tekintette át a New Oxford History of England sorozatában. A két szöveget csupán két év választja el egymástól – nehéz megmagyarázni a kettő ellentétét. A könyvben: „a Déltengeri-buborék nem elszigetelt felfújt dolog volt, hanem egy általános típus szélsőséges esete”. Itt beszél spekulatív mániáról, a közvéleményt felingerlő csalásról és arról, hogy 1720 nyara a korai pénzügyi kapitalizmus meghatározó mozzanata volt. Egészen a vasútkorszak eljöveteleig, az 1840-es és 1850-es évekig kellett várni „olyan szétpukkadó buborékokra, amelyek kiállják az összehasonlítást 1691–1695 és 1719–1720 buborékaival” (Hoppit [2000] 338. o.). A tanulmányban a 19. század második negyedében megszülető történeti reflexiók és vizsgálódások a „kibontakozó mitológia” részei, amelyek a buborék modernitását és időtlenségét hangsúlyozzák, „majdnem azt lehet mondani, hogy a buborék egyfajta whig történetírás áldozata lett”. Ez Anderson, Mackay és Galbraith világa. Szerencsére Hoppit tanulmánya utolsó mondataiban már ismét kiegyensúlyozottan és figyelmes érdemlően érvel: a léha megszokottság rossz szolgálatot tesz a komoly történetírásnak, de Scott óta számos tudományos szigorral írt munka is született (Carswell [1993], Dickson [1967]), beleértve a legutóbbi idők „szigorúan racionalista feldolgozásait” (Neal [1990], [1998], Garber

[2000], Harris [1994], [1997]). A Dél-tengeri-buboréknak arra van szüksége, hogy megszabaduljon néhány mítoszától, de a mítoszok ereje oly nagy lehet, hogy határt szab a racionalizmusnak. A címke kitalálása óta az „intenzív pénzügyi spekuláció mércéje lett ..., oly könnyű és légius eszme, amelyet szinte gondolkodás nélkül lehet használni”. A Dél-tengeri-buborék mítosza a „mindennapi kommunikáció igen hatékony szimbóluma, túlságosan is belekerült a mindennapi diskurzusba, mert túl könnyen változtatja jelentését”. Ha a mítoszok létrejöttéhez 150 év kellett, talán az sem lesz rövidebb, amíg „a jó történelem” visszaveszi magának (Hoppit [2002]).

Jó történetírásnak számít-e a spekulatív buborék fogalmának használata – nem mernék vállalkozni ennek eldöntésére. Két gazdaságtörténész, Peter Temin és Hans-Joachim Voth mindenesetre ezt használta annak bemutatására, hogyan „lovagolta meg a buborékot” (el-nézést a képzavarért, tanulmányuk címe: *Riding the South Sea Bubble*) egy aranyműves-bankár cég, a Hoare's Bank, amely nagy forgalmat bonyolított le South Sea Company-részvényekkel, és jelentős nyereséggel zárta tranzakcióit (Temin–Voth [2004]). A szerzők szerint egy felkészült befektető viselkedése sokat segíthet abban, hogy megértsük a buborékok és a szereplők természetét a jelentős túlárazás időszakában. A spekulatív buborék modern elméletei és empirikus vizsgálatai feltételezik, hogy az árak volatilitása nagyobb a fundamentális értéknél, hogy a piacon egyszerre vannak racionális és naiv befektetők (*noise traders*), és az előbbiek akciója, az arbitrázs nem képes ellensúlyozni a túlértékelést, mert egyedül túl kicsik hozzá, az együttes fellépés pedig kockázatos, hacsak valamilyen külső információ nem idézi elő ezt (Abreu–Brunnermeier [2003]).

A napi kereskedési adatok fennmaradt dokumentumait elemezve Temin–Voth [2004] több következtetést fogalmaz meg, összehasonlítva az 1720-as és az 1990-es évek „tőzs-demámoreit”:

a) a tömegőrület csak egy része a történetnek, a gyakorlott befektető sikeresen vett részt, és időben szállt ki;

b) a bankban nem létezett a megbízó–ügynök-probléma és a rövidre eladás korlátozása, amit a dotcombuborék kapcsán fontos magyarázatként említenek;

c) nincs bizonyíték arra, hogy a bank rendelkezett volna belső információkkal;

d) a beruházók ismerhették és ismerték a túlértékelést, tudták, hogy a profitkilátások nem támasztják alá a részvényárfolyam szintjét;

e) az árfolyamcsúcs kialakulásában jelentős szerepe volt az „érzület előre jelezhetőségének”, a szinkronizációs kockázatnak és a naiv kereskedőknek, míg az összeomlást a hitel vélelmezett szükségessége mint koordináló hatás idézhette elő, amikor világossá vált, hogy nincsenek az árat felhajtó újabb naiv befektetők.

Temin–Voth [2004] elemzése szépen kombinálja a modern elemzést a hagyományos források használatával (bár a Newton-anekdota az ő szövegükben is felbukkan), olvastán mégis marad valami hiányérzet, talán amiatt, hogy tisztázatlanok tűnnek, vannak-e korlátai a mai modellek alkalmazhatóságának. A Hoare's Bank 28 ezer fontos nyeresége óriási összeg a korabeli átlagjövedelmekhez képest, és az is tény, hogy a bank más részvényekkel is igen sikeresen üzletelt, de ha újra felidézzük Sarah Marlborough (73 ezer fontos nyereség) és Thomas Guy (180 ezer fontos) esetét, akkor tudjuk, nem volt példátlan és nem kellett hozzá professzionális bankárnak lenni. A naiv befektetők léte és kiléte úgy látszik, történetileg is fogós probléma, nem csak az ezzel foglalkozó modern irodalomban (Dow–Gorton [2008]). De hát 2004 decemberében a közgazdaságtanban nem a buborék és a túlárazás volt a divatos probléma, ekkor vette át a közgazdasági Nobel-díjat Edward Prescott, aki az előző hónapban bizonyította be, hogy Irving Fishernek igaza volt: a részvények még 1929 októberében sem voltak túlárazottak, akármi történt is velük a következő hetekben (30 százalékos esés) és a következő 25 évben (a Dow Jones 1954-ben érte el újra az 1929-es szintet – McGrattan–Prescott [2004]).

Még annyit érdemes hozzátenni, hogy a hatalmas vagyonából kórházat alapító Thomas Guy, akit a korabeli szövegek vagy a korlátot nem ismerő jótékonyság és nagylelkűség példájaként magasztaltak (*Maitland* [1739]), vagy ellenkezőleg: egy hírhedten zsugori élet után a halalos ágyon a Mindenhatóval elszámolni próbáló aggastyán utolsó, elismerésre nem méltó tettéért pocskondiáztak (*Dunton* [1728]),²⁴ befektetőként nagyon hasonlóan viselkedett, mint Richard Cantillon, a rejtélyes életű ír bankár, a Smith előtti közgazdaságtan legkiemelkedőbb gondolkodója. Cantillon nem bizonyult jó jósnak az árfolyamok rövid távú alakulását illetően. Amikor 1720. május 19-én Lady Mary Herbert számára 2500 font névértékű South Sea Company-részvényt vett 372-es árfolyamon, arra figyelmeztette megbízóját, hogy „becslésem szerint itt minden részvény ára képtelenül magas” (*Murphy A. E.* [1986] 166. o.). Egy hónappal később a 9300 fontért vásárolt részvény-csomag már több mint 20 ezer fontot ért. Sarah Marlborough, Thomas Guy és Richard Cantillon nagyjából egy időben szállt ki, jóval azelőtt, mint amikor ezt a racionális befektetőnek indokolt lett volna megtenni, hiszen a naiv befektetők a következő hetekben még sokkal magasabba nyomták fel az árfolyamokat. Cantillon kitűnő monográfusa, Antoin Murphy így összegzi a történetet: Cantillon nagyon éles eszű bankár volt, aki komoly vagyont szerzett 1719–1720-ban a párizsi, londoni és amszterdami tőzsdén, de sem a Mississipp-séma, sem a South Sea Company esetében nem látta előre a piac minden fordulatát. Mindkét esetben jóval korábbra várta az összeomlást, és hatalmas árfolyamemelkedést „hagyott ki”, míg az amszterdami összeomlást alábecsülte, de mindegyik esetben „kiváló képességet mutatott a politikai döntések és azok különböző piacokon érvényesülő hatásai racionális értékelésében” (uo. 82., 188. o.).

A 2007-ben kezdődött, a második világháború után legsúlyosabbnak elismert pénzügyi válság és gazdasági recesszió egyik következménye a kora modern Európa pénzügyi történetének három híres epizódja: a tulipánmánia, Law rendszere és a Déltengeribuborék egyfajta „konjunktúrája” lett. Komoly elemzések és lendületes publicisztikák egyaránt ezekkel példálózva érzékeltették azt, amit Carmen Reinhart és Kenneth Rogoff könyvük előszavában így összegeztek: ez már volt, jártunk már itt, az éppen aktuális pénzügyi örület vagy válság általában sok hasonlóságot mutat a történelmi példákkal (*Reinhart–Rogoff* [2009]). De ahogy a válság okait és kezelésmódját tekintve sem jött létre konszenzus, úgy a történelmi előképek – köztük a South Sea Company – megítélésében is fennmaradtak, sőt talán tovább nőttek a különbségek. Voth a *New Palgrave* szócikkében (*Voth* [2008]) röviden ismertette a különböző véleményeket, de óvatosan csak annyit tett hozzá: kétséges, hogy a jövődő profit bármikor is elegendő lett volna a társaság 1720 nyarán elért piaci kapitalizációjának igazolására.

A történet legújabb újraértelmezését Helen Paul 2011-ben megjelent könyve ígéri. A szerző ambiciózus célt tűzött maga elé: a viselkedési közgazdaságtan idevágó elméletével kiegészítve a racionális buborék modelljét – vagyis a történészek számára többnyire ismeretlen, vagy az elemzési módszer miatt nem hozzáférhető kliometriai elemzések eredményét – meg akarja szabadítani a Déltengeri-buborék történetét egyik fő mítosztól, attól, hogy létrejöttéért valamilyen korabeli játékszenvedély lenne okolható. A vékony könyv önálló kliometriai elemzést nem ad, csupán három grafikonnal igyekszik bizonyítani, hogy a South Sea Company számára a rabszolga-kereskedelem fontos és jelentős volt, még ha el is maradt az *Asiento* által biztosított mértéktől. Azt azonban így sem sikerül megmagyaráznia, miért lett volna elegendő az itt várt profit a részvényárak nyolcszoros növekedéséhez 1720 tavaszán és nyarán. Csupán annyit tudunk meg, hogy számos racionális indoka volt a társaság részvényeibe történő beruházásnak, a többire pedig elegendő magyarázat az utánzási hatás (*bandwagon effect*), az odavonzott naiv befektetők szerepe.

²⁴ Lásd róla *Solkin* [1996] tanulmányát.

A korabeli irodalomban és az arra támaszkodó hagyományos történelmi feldolgozásokban szereplő, ezzel kapcsolatos ellenvetéseket – csalás, kapzsiság, játékszenvedély, ostobaság és vesztegetés – nem lehet komolyan venni, mert nem a buborék valóságos okairól szólnak, hanem a társadalmi kontextusról, az „új és idegen tőkepiac” kritikájáról. Ez nem is lehet másképpen, mert „nem állt rendelkezésre a buborékok magyarázatához szükséges modern pénzügyi elmélet”, az „I. György korabeli közönségnek kevés esélye volt megérteni, mi történt” (Paul [2011] 88. o.). Ugyanakkor szerinte a részvénytőkepiac működése és a befektetési stratégiák nagyon hasonlítottak modern megfelelőikhez. Paul nagy hévvel támadja a hagyományos történetírás egykorú forrásait, mindenekelőtt Archibald Hutchesont, akiről kideríti, hogy a „földbirtokos elitet képviselte, politikus volt, nem pénzember, számításai nem a pénzügyi elmélet megértésén alapultak, politikai nézetei nem voltak haladók” (Paul [2009a], [2011] 8., 77–78. o.). Mindezt egy olyan monográfia írója veti Hutcheson szemére, aki többször is elutasítja a közgazdaságtan „whig történetét”, a múltnak a jelenhez vezető feltartóztathatatlan és visszafordíthatatlan sikertörténetként való rekonstrukcióját. Hutcheson szakmai és politikai bűnlajstroma ezzel korántsem ér véget: be akarta tiltani az opciós kereskedelmet, és saját elképzelése volt az államadósság felszámolására, s „inkább a féltékenység, mintsem valami nagy és jó értelmű eszme vezette az adósságcsere sémája elleni támadásban” (Paul [2009a] 16. o.). Hutcheson egyszeri 10 százalékos vagyoadó kivetését javasolta, amit Hume később „értelmes emberek által buzgón helyeselt, de megvalósításra esélytelen javaslatnak” nevezett. Az értelmes embereknek kevés fogalmuk lehet a kereskedelemelméleti, a pénzügyi és a közgazdasági irodalom tárgyában – kommentálja Paul, – nyilván csak politikai okokból üdvözölték a javaslatot. Arról szemlátomást nem tud, hogy David Ricardo egy századdal később sokban hasonló javaslattal állt elő az államadósság egyszeri vagyoadóból történő visszafizetésére, vagy csak azért nem említi, mert Ricardót nehéz volna ugyanígy „leírni” (uo. 6. o.).

De a többiek sem kerülnek ki ép bőrrel a historiográfiai elszámoltatásból: Defoe fizetett ügynök volt, és kétszer tönkrement, Anderson csodálta Hutchesont, a hagyományos történelemírás triumvirátusa (Scott, Carswell, Dickson) „sokat vett át Hutchesontól és a hasonszőrűektől, gyakran használt olyan közgazdasági érveket, amelyek kevéssé értelmesek” (Paul [2011] 78. o.).

Módszertani és eszmetörténeti fejtegetései másutt is meghökkentik az olvasót: szerinte a 18. század elejének gondolkodása általában azonosította az országot a családdal, és ebből analógiával Paul szerint arra következtetett, hogy bármely vétek, amely tönkretelhet egy családot, hasonlóképpen tönkretelhet egy országot is. Közgazdász számára ez könnyű célpont: „ez az összetétel hibája”, vagyis a „mikro- és makromodell összekeverése”. Pedig „a túlzott megtakarítás katasztrofális lehet egy ország számára, ha mindenki pénzt halmoz fel, és senki sem akar vásárolni” – értesülünk a megtakarítás keynesi paradoxonáról. Csak a 18. század későbbi szakaszában „voltak képesek a felvilágosodás gondolkodói, mint Rousseau, Kant és Adam Smith, megbirkózni a növekvő anyagi gazdagság által okozott morális paradoxonokkal” (13. o.). Ezek szerint a magánbűnök–közhatalom paradoxonát költeménybe foglaló és magyarázó Mandeville és *A méhek meséje* [1714] nem létezett,²⁵ Smith nem a takarékoság mellett érvelt, és nem használta az *oikonomia* nyelvét, a magáncsalád és az ország párhuzamát a kereskedelem szabadsága mellett síkra szállva.

„A Dél-tengeri-buborék minden alkalommal újra felbukkan, ahol egy pénzügyi buborék jelenik meg, hogy igazolni lehessen, a történelem ismétli önmagát. Pedig ez nem egészen igaz, mert a társadalmi kontextus változik. Az instabilitás visszatérő periódusai a tőkepiac velejárói, ahol az embereket a kockázatvállalásért jutalmazzák.” (116. o.) A tulipánmá-

²⁵ A 18. századi luxusról, benne a korai szakasz: Fénelon, Shaftesbury és Mandeville legjobb feldolgozását lásd Hont [2006].

nia, a Mississippi-buborék és a dotcomkonjunktúra jól ismert példáiban, epizódjaiban naiv befektetők léptek a piacra. Mi új van ebben a magyarázatban – kérdezhetnénk, de nem kell sokáig várni, hogy kiderüljön. A válság súlyossága részben attól függ, mióta fújódik fel a buborék, és attól is, milyen akciókkal kezelik a válságot. „A bűnbakok keresése mindig bekövetkezik. Olykor, mint a South Sea esetében, ezt úgy rendezik meg, hogy a pénzügyi rendszer talpra állhat. A boszorkányüldözés dühe azonban könnyen elszabadul. Például a weimari köztársaság összeomlása tette lehetővé Hitler hatalomra kerülését. A zsidó bankárok összeesküvéséről szóló összes régi mítoszt felhasználták a népirtás igazolására. Nem lehet eléggé hangsúlyozni, hogy a Buborékkal kapcsolatos kommentárok nagy részét megfertőzték az antiszemita és más előítéletek.” (117. o.) Ez az igényesebb publicisztikához sem illő durva analógia, a történeti kontextus teljes mellőzése nem egyszeri aránytévésztés: a Deltengeri-buborék elképzelt szereplőit kártyafiguraként megjelenítő ábrázolásokat elemezve Paul ugyanígy érvel: „Az antiszemita kártyák még vészjóslóbbak, mint az íreket vagy walesieket gúnyolók. A modern szemlélő nyugtalanító párhuzamokat láthat az *übermensch* és a zsidó összeesküvés náci propagandájával.” (94. o.) A korabeli szatíra motívumaiból egyet kiemelni és ezt a kétszázvalahány esztendővel későbbi náci gatzettekre hivatkozva olyan szövegek ellen is érvként alkalmazni, amelyekben nem található ilyen antiszemita utalás – ez nem meggyőző történelmi érvelés. Noha a zsidó bróker figurája már a 18. század elején elterjedt közhely volt, 1720-ban sem zsidó bűnbakokat nem neveztek meg (az egyik újság 1720 tavaszán egy zsidó bróker 100 ezer font veszteségéről adott hírt), sem atrocitások nem voltak, az indulatok a társaság vezetői és a politikusok ellen irányultak (*Glassman* [1998] 155–160. o.).²⁶

Anne Murphy már idézett monográfiája az angol pénzügyi piacok 1720 előtti történetéről jóval árnyaltabban fogalmazza meg végkövetkeztetését. Az 1690-es évek tőzsdei konjunktúrája során a beruházók megtanulták mesterségüket, a kockázat kezelését és kihasználását, valamint a spekulációt. Alkalmazták az opciókat, és sokan diverzifikálták a portfóliójukat. „De ahogyan a piacok és a befektetők megtanulhatják, hogyan működjenek hatékonyan és hatásosan, azt is megtanulhatják, hogyan manipulálják az árakat, hogyan keverjék össze a beruházást a spekulációval. E tényezők miatt lett az 1690-es években a lottószelvény józan beruházás, a várostromok kimenetére szóló fogadás ésszerű fedezet, és a részvényárak manipulálása elfogadható üzleti stratégia.” A kézenfekvő modern párhuzamokból ő is arra a következtetésre jut, hogy az 1690-es évek részvénykonjunktúrája, a Deltengeri-buborék, a dotcomkonjunktúra és a 21. század elején kibontakozott ingatlankonjunktúra egyaránt azt mutatja, hogy „a befektetők a »tőzsdemámor« áldozatául esnek. Bizonyos értelemben a pénzügyi piacok működése és a befektetők viselkedése keveset változott az elmúlt 300 évben.” (*Murphy, A. L.* [2009] 223–224. o.)

*

1720 eseményeinek egyik híres szatirikus ábrázolása egy holland kiadvány: *A butaság nagy tükre, amely a részvénybuborék és a szélspekuláció (windnegotie) növekedését és hanyatlását mutatja be, különösen Franciaországban, Angliában és Németalföldön...*

Ebben a könyvben az egyik embléma minden változtatás nélkül vette át azt a szatirikus metszetet, amely Flora bolondsípkája címmel a tulipánmánia résztvevőit gúnyolta 1637-ben, amikor az egyik bolond becsapta a másikat, amikor az emberek gazdagok voltak javak nél-

²⁶ Lásd még *Carlos–Maguire–Neal* [2008], akik kimutatják, hogy a londoni zsidó brókerek jelentéktelen szerepet játszottak a buborék felfúvódásának szakaszában, és csak a hanyatlás idején vásároltak nagyobb tételeket. Anne Carlos és Larry Neal másik közös cikke a női befektetők szerepével és magatartásával kapcsolatos népszerű elképzeléseket („az özvegyek és árvák” mint jellegzetes zajkereskedők) cáfolja: *Carlos–Neal* [2004].

kül és bölcsék anélkül, hogy megértették volna, mi történik. A változatlan kép beillesztése azt sugallja, a gyűjtemény ismeretlen összeállítója bízott abban, hogy olvasói érteni fogják a párhuzamot az egykori események és a jelen buborékai és szédelgései, a tulipánmánia, John Law és a Dél-tengeri-buborék között (*Bruyn* [2000]).²⁷ Egy másik metszet a részvényesek világát körhíntaként ábrázolja, amelyet ló hajt, nyergében az ördöggel. A számtalan figura közül az egyik a kép előterében éppen a saját torkát készül átvágni, kezében egy papiros a felirattal: Zuyd (vagyis South). Két másik is tart a kezében hasonlót, az egyik felirata Zuyd 100 000, a másiké 0. A körhinta kocsijaiban álló figurák buzgón igyekeznek elkapni a rájuk záporozó papirosokat, a kocsik felirata Zuyd, Mississippi és Buborékok.

Alexander Pope történetünkben már egyszer szerepelt: idéztem befektetésre biztató levelét, amely 1720. augusztus 22-én kelt.²⁸ A végszó is az övé, pontosan egy hónappal később – így írt Atterbury rochesteri püspöknek: „A South Sea-séma sorsa sokkal hamarabb, mint vártam, igazolta, amit ön mondott nekem. A legtöbb ember tudta, hogy ez az idő el fog jönni, de senki sem készült fel rá, senki sem gondolta, hogy úgy jön, *mint a tolvaj az éjszakában*, pontosan, mint ahogy halálunk idején. Azt gondolom, hogy Isten megbüntette a kapzsiságot, ahogy gyakran bünteti a bűnösöket a maga módján: magával a bűnnel. A nyereségvágy volt a bűnük, ez a vágy lett büntetésük és romlásuk.”²⁹ (*Pope* [1956] II. 53. o.) A tory püspök, aki kapcsolatban állt a Stuart-trónkövetelővel, néhány hónappal korábban még a nagy pénzügyi tervek sikerének számukra hátrányos politikai hatása miatt aggódott (*Carswell* [1993] 116. o.). Válaszában ezúttal sem az isteni igazságtevést méltatta, hanem a séma összeomlásának üdvös politikai következményein örvendezett: „Sajnálom, hogy igazam lett, és prófétának bizonyultam, de mindig az volt a véleményem, ha ez a projekt sikeresen gyökeret vert, és virágba borult volna, fokozatosan felborította volna alkotmányunkat.” (*Pope* [1956] II. 56. o.)

Hivatkozások

- ABREU, D.–BRUNNERMEIER, K. [2003]: Bubbles and crashes. *Econometrica*, Vol. 71. No. 1. 173–204. o.
- AISLABIE, J. [1721]: Mr. Aislabie's second speech in his defence in the House of lords, on Thursday, July 20. London.
- ANDERSON, A. [1790]: An Historical and Chronological Deduction of the Origin of Commerce, from The Earliest Accounts to the Present Time. Byrne, Dublin.
- ANDERSON, G.–TOMLINSON, J. [1982]: Adam Smith's Analysis of Joint-Stock Companies. *Journal of Political Economy*, Vol. 90. No. 6. 1237–1256. o.
- ATACK, J.–NEAL, L. [2009]: The Origins and Development of Financial Markets and Institutions: from the Seventeenth Century to the Present. Cambridge University Press, Cambridge.
- BERKELEY, G. [1721]: An essay towards preventing the ruin of Great Britain. Roberts, London.
- BLANCHARD, O.–WATSON, M. [1982]: Bubbles, Rational Expectations and Financial Markets. NBER Working Paper, No. 945. Washington.
- BRADFORD S. [1720]: The Honest and Dishonest Way of Getting Wealth. Wyat, London.
- BROCK, W. F. [1996]: England. Megjelent: *Lindsay, J. O.* (szerk.): The New Cambridge Modern History. Vol. 7. The Old Regime 1713–1763. Cambridge University Press, Cambridge, 241–268. o.
- BRUNNERMEIER, M. [2008]: Bubbles. Megjelent: *Durlauf, S. N.–Blume, L. E.* (szerk.): The New Palgrave Dictionary of Economics. 2. kiadás, Palgrave Macmillan, Basingstoke.
- BRUYN, FRANS DE [2000]: Reading Het groote tafereel der dwaasheid: An Emblem Book of the Folly of Speculation in the Bubble Year 1720. *Eighteenth-Century Life*, Vol. 24. No. 2. 1–42. o.

²⁷ Lásd még *Cole* [1949] és *Levy-Peart* [2010].

²⁸ A. Pope és a pénz kapcsolatáról lásd *Ingrassia* [2007].

²⁹ Pope levele a Dél-tengeri-irodalom egyik slágeridézete, de ez nem akadályozza meg Niall Fergusont abban, hogy a pénz felemelkedéséről írt bestsellerében Swiftnek tulajdonítsa. Persze másodkézből idézi, de forrása: *Chancellor* [1999] nem keverte össze Pope-t Swifttel (*Ferguson* [2010] 158. o.).

- CARLOS, A.–MAGUIRE, K.–NEAL, L. [2008]: „A Knavish People...”: London Jewry and the Stock Market during the South Sea Bubble. *Business History*, Vol. 50. No. 6. 728–748. o.
- CARLOS, A.–NEAL, L. [2004]: Women Investors in Early Capital Markets, 1720–1725. *Financial History Review*, Vol. 11. No. 2. 197–224. o.
- CARSWELL, J. [1993]: *The South Sea Bubble*. Sutton, Dover.
- CHANCELLOR, E. [1999]: *Devil Take the Hindmost: The History of Financial Speculation*. Macmillan, London.
- COLE, A. H. [1949]: *The Great Mirror of Folly*. Harvard University Press, Cambridge, Mass.
- COXE, W. [1798]: *Memoirs of the Life and Administration of Sir Robert Walpole*. Cadell, London.
- DALE, R. [2004]: *The First Crash*. Princeton University Press, Princeton.
- DALE, R.–JOHNSTON, J.–TANG, L. [2005]: Financial Markets Can Go Mad: Evidence of Irrational Behaviour During the South Sea Bubble. *Economic History Review*, Vol. 58. No. 2. 233–271. o.
- DALE, R.–JOHNSTON, J.–TANG, L. [2007]: Pitfalls in the Quest for South Sea Rationality. *Economic History Review*, Vol. 60. No. 4. 766–772. o.
- DEFOE, D. [1721]: *The Case of Mr. Law Truly Stated*. Moore, London.
- DICKSON, P. G. M. [1963]: Review of J. Carswell. *Economic History Review*, Vol. 16. No. 2. 361–362. o.
- DICKSON, P. G. M. [1967]: *The Financial Revolution in England: A Study in Development of Public Credit*. Macmillan, London.
- DOW, J.–GORTON, G. [2008]: Noise Traders. Megjelent: *Durlauf, S. N.–Blume, L. E.* (szerk.): *The New Palgrave Dictionary of Economics*. 2. kiadás, Palgrave Macmillan, Basingstoke.
- DUNTON J. [1728]: *An Essay on Death-Bed-Charity*. London.
- FARMER, R. [2011]: Animal Spirits, Rational Bubbles and Unemployment in an Old-Keynesian Model. NBER Working Paper, No. 17137.
- FERGUSON, N. [2010]: *A pénz felemelkedése*. Scolar, Budapest. (The Ascent of Money: A Financial History of the World. Allen Lane, London, 2008)
- FREHEN, R.–GOETZMANN, W.–ROUWENHORST, G. [2009]: New Evidence on the First financial bubble. NBER Working Paper, 15332.
- FROOT, K.–OBSTFELD, M. [1991]: Intrinsic Bubbles: The Case of Stock Prices. *American Economic Review*, Vol. 81. No. 5. 1189–1214. o.
- GALBRAITH, J. K. [1995]: *A pénzügyi spekulációk rövid története*. AduPrint, Budapest.
- GARBER, P. [1990]: Famous First Bubbles. *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 4. No. 2. 35–54. o.
- GARBER, P. [2000]: *Famous First bubbles*. MIT Press, Cambridge, Mass.
- GELDERBLÖM, O.–JONKER, J. [2009]: Mirroring Different Follies. The Character of the 1720 Bubble in the Dutch Republic. Utrecht University Working Paper. [http://vkc.library.uu.nl/vkc/seh/research/Lists/Working%20Papers/Attachments/49/Gelderblom%20and%20Jonker%20on%20Mirroring%20Different%20Follies%20\(October%202009\).pdf](http://vkc.library.uu.nl/vkc/seh/research/Lists/Working%20Papers/Attachments/49/Gelderblom%20and%20Jonker%20on%20Mirroring%20Different%20Follies%20(October%202009).pdf).
- GIBBON, E. [1796]: *Memoirs of my Life and Writings*. Megjelent: *Lord Sheffield* (szerk.): *Miscellaneous Works*. Strahan, London, Vol. I. 1–188. o.
- GLASSMAN, B. [1998]: *Protean Prejudice. Anti-Semitism in England’s Age of Reason*. Scholars Press, Atlanta.
- GYÁNI GÁBOR. [2011]: A történelmi esemény fogalma. *Magyar Tudomány*, 11. sz. 1324–1332. o.
- HARRIS, R. [1994]: The Bubble Act: Its Passage and Its Effects on Business Organization. *Journal of Economic History*, Vol. 54. No. 3. 610–627. o.
- HARRIS, R. [1997]: Political Economy, Interest Groups, Legal Institutions, and the Repeal of the Bubble Act in 1825. *Economic History Review, New Series*, Vol. 50. No. 4. 675–696. o.
- HASSETT, K. [2002]: *Bubbleology: The Amazing Science of Stock Market Winners and Losers*. Crown Business, New York.
- Het groote tafereel de dwaasheid. 1720 <http://www.library.hbs.edu/hc/ssb/recreationandarts/tafereel.html>.
- HISTORICAL REGISTER [1720–1721]: Containing an impartial relation of all transactions. *Foreign and Domestick*, Vol. 5. No. 20. 300–400. o.
- HONT, I. [2006]: The Early Enlightenment Debate on Commerce and Luxury. Megjelent: *Goldie, M.–Wokler, R.* (szerk.): *The Cambridge History of Eighteenth-century Political Thought*. Cambridge University Press, Cambridge, 379–418. o.
- HONT, I. [2008]: *Jealousy of Trade*. Belknap Harvard, Cambridge, Mass.

- HOPBIT, J. [2000]: *A Land of Liberty? England 1689–1727*. Clarendon Press, Oxford.
- HOPBIT, J. [2002]: *The Myths of the South Sea Bubble*. *Transactions of the Royal Historical Society*, 12. 141–165. o.
- HUTCHESON, A. [1720]: *A Collection of Calculations and Remarks relating to the South Sea Scheme & Stock*. London.
- INGRASSIA, C. [2007]: *Money*. Megjelent: *Rogers, P.* (szerk.): *The Cambridge Companion to Alexander Pope*. Cambridge University Press, Cambridge, 175–185. o.
- JOHNSON, S. [1755]: *A Dictionary of the English Language*. Strahan, London.
- KINDLEBERGER, C. [1987]: *Bubbles*. Megjelent: *Eatwell, J.–Milgate, M.–Newman, P.* (szerk.): *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*. Palgrave Macmillan, Basingstoke.
- KINDLEBERGER, C. [1990]: *Historical Economics: Art or Science?* University of California Press, Berkeley.
- KINDLEBERGER, C. [1996]: *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*. Harmadik kiadás, Macmillan, London.
- LEVY, D.–PEART, S. [2010]: *Economists, Crises and Cartoons*. <http://ssrn.com/abstract=1547886>.
- LOGAN, P. M. [2003]: *The Popularity of Popular Delusions: Charles Mackay and Victorian Popular Culture*. *Cultural Critique*, Vol. 54. 213–241. o.
- MACKAY, C. [1852]: *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*. Office of the National Illustrated Society, London.
- MADARÁSZ ALADÁR [2009]: *Buborékok és legendák. Válságok és válságmagyarázatok – a tulipánmánia és a South Sea Company*, I. *Közgazdasági Szemle*, 56. évf. 7–8. sz. 609–633. o.
- MADARÁSZ ALADÁR [2011]: „Elektrosokk”, a „levegő országútjai” és „Ikarosz szárnyai”. Előadás a BCE Közgazdaságtudományi Kar konferenciáján. <http://econ.core.hu/esemenyek/konferenciaea/2011.html>.
- MAITLAND, W. [1739]: *The History of London*. Richardson, London.
- MALKIEL, B. [1992]: *Bolyongás a Wall Streeten*. Nemzetközi Bankárképző Központ, Budapest.
- MALKIEL, B. [2010]: *Bubbles in Asset Prices*. CEPS Working Paper, No. 200.
- MANDEVILLE, B. [1969]: *A méhek meséje*. Magyar Helikon, Budapest.
- MCALLUM, B. [1989]: *New Classical Macroeconomics: A Sympathetic Account*. *Scandinavian Journal of Economics*, Vol. 91. No. 2. 223–252. o.
- MCCRAW, T. [2007]: *Prophet of Innovation: Joseph Schumpeter and Creative Destruction*. Belknap Harvard, Cambridge Mass.
- MCGRATTAN, E.–PRESCOTT, E. [2004]: *The 1929 Stock Market: Irving Fisher Was Right*. *International Economic Review*, Vol. 45. No. 4. 991–1009. o.
- MURPHY, A. E. [1986]: *Richard Cantillon: Entrepreneur and Economist*. Clarendon Press, Oxford.
- MURPHY, A. E. [1997]: *John Law: Economic Theorist and Policy-Maker*. Clarendon Press, Oxford.
- MURPHY, A. L. [2006]: *Dealing with Uncertainty: Managing Personal Investment in the Early English National Debt*. *History*, Vol. 91. No. 302. 200–217. o.
- MURPHY, A. L. [2009]: *The Origins of English Financial Markets*. Cambridge University Press, Cambridge.
- NEAL, L. [1990]: *The Rise of Financial Capitalism: International Capital Markets in the Age of Reason*. Cambridge University Press, Cambridge.
- NEAL, L. [1998]: *The Financial Crisis of 1825 and the Restructuring of the British Financial System*. *Review Federal Reserve Bank of St. Louis*, 53–76. o.
- ODLYZKO, A. [2011]: *Charles Mackay’s Own Extraordinary Popular Delusions and the Railway Mania*. <http://www.dtc.umn.edu/~odlyzko/doc/mania04.pdf>.
- PARLIAMENTARY HISTORY [1742a]: *The History and Proceedings of the House of Commons*. Vol. 1–10. <http://www.british-history.ac.uk/subject.aspx?subject=6&gid=47>.
- PARLIAMENTARY HISTORY [1742b]: *The History and Proceedings of the House of Commons*. Vol. 6. 198–218. o. <http://www.british-history.ac.uk/report.aspx?compid=37724>.
- PARRY, H. [1996]: *Rivalries in America: The Caribbean*. Megjelent: *Lindsay, J. O.* (szerk.): *The New Cambridge Modern History*. Vol. 7. *The Old Regime 1713–1763*. Cambridge University Press, Cambridge, 514–528. o.
- PAUL, H. [2009a]: *Archibald Hutcheson’s Reputation as an Economic Thinker: Pamphlets, the National Debt and the South Sea Bubble*. *University of Southampton, Discussion Papers in Economics and Econometrics*, 0922.

- PAUL, H. [2009b]: The South Sea Company's Slaving Activities. University of Southampton, Discussion Papers in Economics and Econometrics, 0924.
- PAUL, H. [2009c]: Politicians and Public Reaction to the South Sea Bubble: Preaching to the Converted? University of Southampton, Discussion Papers in Economics and Econometrics, 0923.
- PAUL, H. [2011]: The South Sea Bubble. Routledge, Abingdon.
- POPE, A. [1956]: Correspondence of Alexander Pope. Szerk.: *Sherburn, G.*, Clarendon. Oxford.
- PORTLAND [1891]: The manuscripts of His Grace the Duke of Portland. http://openlibrary.org/books/OL18112670M/The_manuscripts_of_His_Grace_the_Duke_of_Portland.
- REINHART, C.–ROGOFF, K. [2009]: This Time is Different. Princeton University Press, Princeton.
- REPORTS... [1721]: Reports of the Committee of Secrecy. Cato, London.
- SCHUMPETER, J. A. [1939]: Business Cycles. McGraw Hill, New York.
- SCOTT, W. [1910–1912]: The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-Stock Companies to 1720. Cambridge University Press, Cambridge.
- SMITH, A. [1940]: Vizsgálódás a nemzetek jólétének okairól és természetéről. Magyar Közgazdasági Társaság, Budapest.
- SMITH, A. [1976]: The Wealth of Nations. Clarendon Press, Oxford.
- SMITH, A. [1977]: The Correspondence of Adam Smith. Clarendon Press, Oxford.
- SMITH, A. [1978]: Lectures on Jurisprudence. Clarendon Press, Oxford.
- SMOLLETT, T. [1827]: The History of England. Talboys, Oxford.
- SOLKIN, D. [1996]: Samaritan or Scrooge? The Contested Image of Thomas Guy in Eighteenth-Century England. *The Art Bulletin*, Vol. 78. No. 3. 467–484. o.
- SOUTH SEA BUBBLE... [1825]: South Sea Bubble and the numerous fraudulent projects. Boys, London.
- STEUART J. [1966]: An Inquiry into the Principles of Political Oeconomy. Oliver&Boyd, Edinburgh.
- TEMIN, P.–VOTH, H. J. [2004]: Riding the South Sea Bubble. *American Economic Review*, Vol. 94. No. 5. 1654–1668. o.
- TIROLE, J. [1982]: On the Possibility of Speculation under Rational Expectations. *Econometrica*, Vol. 50. No. 5. 1163–1181. o.
- TOLAND, J. [1726]: The Secret History of the South Sea-Scheme. Megjelent: A Collection of Several Pieces of Mr. John Toland. Peele, London. Vol. 1. 404–447. o.
- TRENCHARD, J. [1995]: Cato's Letters. Liberty Fund, Indianapolis.
- VOGEL, H. [2010]: Financial Market Bubbles and Crashes. Cambridge University Press. Cambridge.
- VOTH, H. J. [2008]: South Sea bubble. Megjelent: *Durlauf, S. N.–Blume, L. E.* (szerk.): The New Palgrave Dictionary of Economics. 2. kiadás, Palgrave Macmillan, Basingstoke.