

MADARÁSZ ALADÁR

Buborékok és legendák

Válságok és válságmagyarázatok – II/1. 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.

Bródy András emlékének

„BUBORÉK: a kereskedelmi tolvajnyelv kifejezése olyan projektekre, amelyek valamiféle képzeletbeli célra gyűjtenek pénzt, amint az igencsak elterjedt gyakorlat volt Franciaországban és Angliában 1719 és 1721 között.

Ezek a sémák valamilyen ígéretes és hasznos kereskedelmi, ipari, gépi vagy hasonló tevékenység megnyitására, lábra állítására vagy kivitelezésére gyűjtöttek tőkét. E célból tervezetek születtek, bemutatva a vállalkozásból származó előnyöket, és részvételre invitálva az embereket. Az ügy működtetéséhez szükséges summát a várt profittal együtt szétosztották részvényekre vagy jegyzésekre, amelyeket bárki megvásárolhatott, aki hajlandó volt ezt megkockáztatni. A buboréknak, amely megtéveszti a közönséget, két fajtája van: 1. amelyet kereskedelmi buboréknak nevezhetünk; és 2. tőzsdei vagy részvénybuborék. Az elsőnek több fajtája van, a második különböző időkben fordult elő, így 1719-ben és 1720-ban.”

* Az eredetileg az MTA KTI szemináriumán 2009. február 26-án, majd a Budapesti Corvinus Egyetem konferenciáján március 26-án, az Erasmus Kollégiumban április 24-én és az MTA IX. osztályának ülésén május 13-án elhangzott előadás második részének kibővített és szerkesztett változata. Köszönettel tartozom kollégáimnak tanácsaikért, a hallgatóknak kérdéseikért és észrevételeikért. Köszönöm *Wessely Anna* segítségét a kézirat gondozásában. A kutatásban segítségemre volt az OTKA K79196 jelű programjának támogatása. Ugyancsak köszönettel tartozom a Duke University Center for the History of Political Economy meghívásáért, amely 2010 második félévében ideális munkakörülményekhez juttatott. A Center valamennyi kollégájának hálás vagyok segítségéért, a 2010. novemberi szemináriumon elhangzott észrevételeikért. Külön is köszönöm *N. De Marchi* professzor tanácsait. A végére hagyva a legfontosabbat: *M. Hachohen* professzor önzetlen támogatását nehéz szavakkal megköszönöm.

Az Encyclopaedia Britannica első kiadásában (*Encyclopaedia Britannica* [1771]) olvasható meghatározás mutatja, milyen mély nyomot hagytak a brit közvéleményben a fél évszázaddal korábban történt események, és hogyan formálták át a nyelvhasználatot. Ha fellapozzuk Dr. Johnson nevezetes szótárát, amely 1755-ben jelent meg, ebben a szó harmadik jelentéseként a „csalást, hamis látszatot” találjuk, a hozzá tartozó irodalmi példa pedig Swiftnek a South Sea Companyról* szóló szatirikus költeményéből való (*Swift* [1721]), melyre később még visszatérek: „*The Nation too too late will find, / Computing all their Cost and Trouble, / Directors Promises but Wind, / South-Sea at best a mighty Bubble.*”¹

2002-ben, az American Financial Association éves konferenciáján két szerző az újonnan tőzsdére vitt társaságokról tartott előadást (*Ritter–Welch* [2002]). Mint később kiderült, a programot összeállító M. O’Hara, a Cornell professzora súlyos szemrehányást kapott egy nagy tekintélyű kollégájától, mert megengedte, hogy a konferencián majd az azt közlő rangos pénzügyi folyóiratban ilyen „laza szöveg és tudománytalan gondolkodás” is szót kapjon. A kolléga dühét az váltotta ki, hogy a máskülönben szerinte is vitathatatlanul színvonalas tanulmány többször használta az „internetbuborék” kifejezést a részvényárak mozgásának leírására. (*O’Hara* [2008]). Bár Robert Shiller publicisztikába illően jócskán túlzott, amikor 2009 végén úgy fogalmazott, hogy ez a kifejezés nemcsak a legtöbb közgazdasági értekezésből és tankönyvből hiányzik, hanem a központi bankok és közgazdasági tanszék working papereiben is ritkán fordul elő.² (Az Econlit adatbázisa szerint 2008–2009-ben 178 cikkben szerepelt a kifejezés, míg 1970 és 1980 között mindössze kettőben, közülük az egyik a rágógumihoz kapcsolódik. Kevésbé szakszerűen, de hasonló következtetésre jut Kevin Hassett is: a buborék szó évtizedekre kikerült a sajtóból (*Hassett* [2002] 33–34. o.) Az előző történet mégis azt valószínűsíti, hogy markáns véleménye nem volt alaptalan. „Valóban, az a gondolat, hogy buborékok léteznek, annyira rosszhírűvé vált a közgazdasági és pénzügyi szakma zöme számára, hogy ezt felvetni egy közgazdasági szemináriumon olyan, mintha a csillagjósást magyarázónak csillagászok egy csoportjának.” (*Shiller* [2009]). Shillernek annyiban igaza volt, hogy a buborék fogalma nem illett bele abba a gondolkodásmódba, amely a gazdasági szereplők racionális viselkedésének axiómájára alapozta a hatékony pénzügyi piacok modelljét, ahol a pénzügyi eszközök árai alapjában minden hozzáférhető információt tükröznek.

E. Fama, a modern pénzügyi elmélet egyik alapítója egy interjúban (*Cassidy* [2010]) 2010-ben is indulatosan utasította el a kifejezést. J. Casiddy a 2008–2009-es válság kapcsán arról faggatta, hogy a hitelpiaci összeomlás leírható-e egy kipukkadó buborékként. „Nem tudom, mit jelent egy hitelbuborék. Igazából azt sem tudom, mit jelent egy buborék. Ezek a szavak népszerűek lettek. De nem gondolom, hogy bármit jelentenének.” A buborékokról szóló történetek csak utólagos okoskodások, lépcsőházi bölcsességek, hiszen mindig vannak, akik azt mondják, az árak túl magasak, aztán felerésben igazuk lesz, felerésben nem. A fundamentumok és a tényleges piaci árak tartós eltérését kifejező buborékok tehát nem léteznek? – kérdezte a riporter. „Előrejelezhető jelenségeknek kell lenniük. Nem hiszem, hogy ezek közül bármit előre lehetett jelezni.” (Uo.)

E tanulmány 2009 nyarán megjelent első részében (*Madarász* [2009]) az aktuális makroökonómiai disputák áttekintése után részletesen foglalkoztam a gazdaságtörténet egyik legkorábbi buborékával, a németalföldi „tulipánmániával”. Az itt következő második rész a Deltengeri Társaság történetét mutatja be, amelyet már a kortársak is buboréknak neveztek, s amely mindmáig így őrződött meg a történeti emlékezet narratíváiban. A tanul-

* A korabeli intézménynevek egységes használata kedvéért a már magyarul is használt neveket (Deltengeri Társaság, Kelet-indiai Társaság stb.) sem fordítjuk le (*a szerkesztő*).

¹ A nemzet túl későn fogja látni, / Ha minden költségüket és bajukat számba vették, / Az igazgatók ígérete üres levegő, / A Deltengeri csupán egy hatalmas buborék.

² Például ő is részt vett azon a buborékokról rendezett konferencián, amelynek előadásait a *Journal of Economic Perspectives* közölte 1990. tavaszi számában (*Stiglitz* [1990] és *Shiller* [1990]).

mány felépítése a következő: először néhány mondatban foglalkozom a buborékmetafora eszmetörténetével, majd összefoglalom a South Sea Company pályafutását, végül pedig bemutatok néhány jellegzetes közgazdasági és gazdaságtörténeti interpretációt.

Miből van a buborék – eszmetörténeti foszlányok³

Örökké a világ sem áll;
Eloszlik, mint a buborék,
S marad, mint volt, a pusztá lég.

A címben feltett kérdés nyilván elírás – gondolhatja az olvasó –, mert így nincs semmi értelme. A szerző bizonyára azt akarta kérdezni: *Mitől* van a buborék, ha egyáltalán létezik? Egy metafora elemzése a mai közgazdász számára a legjobb esetben is haszontalan időtöltés, az ő jogosítványa másra szolgál: arra, hogy megvizsgálja, fennállnak-e azok a feltételek, amelyek irracionális piaci reakciókhoz vezetnek, igazolják-e a tények ezek rendszeres előfordulását, lehetséges-e, s ha igen, milyen módon időben felismerni és kipukkasztani a különböző piacokon ezeket a buborékokat. A többi nem tartozik rá. Mégis: indokolt lehet kiragadni néhány mozzanatot a buborékmetafora irodalmi és képzőművészeti pályafutásából, mert ez talán érthetőbbé teszi, miért lett e fogalom annyira relevánssá és érzelmileg telítetté a South Sea Company felemelkedésének és lehanyatlásának kulcsszavaként, és miért vált ki – mint láttuk – ma is vehemens indulatokat a közgazdászok vitáiban. Természetesen e tanulmány keretei között nincs mód részletesebb fogalomtörténeti vagy ikonográfiai elemzésre, amit a szerző e tárgyakat illető mélységes tudatlansága amúgy sem tenne lehetővé, csupán néhány példa felvillantására.⁴

„A tudósok végül utoléri a szappanbuborékokat”

„A természet utánozza a művészetet és a tudósok végül utoléri a szappanbuborékokat” – ironizált Samuelson egy előszóban, amelyet Chakravarty könyvéhez írt (*Samuelson* [1970]). Láttá-e valaha az MIT professzora, a 20. század második felének legnagyobb hatású közgazdásztudósa Hadrianus Junius (Adrian de Jonghe) emblémáját, a szappanbuborékot kergető lenge öltözetű vagy meztelen gyermekek egyik, ha nem a legelső ábrázolását a 16. századi tudós holland orvos és humanista emblémagyűjteményéből vagy esetleg annak angol változatát (*Whitney* [1586]) – erre aligha tud bárki válaszolni. Tény az, hogy az 1565-ben Antwerpenben megjelent *Emblemata XVI. képe (Cuncta complecti velle, stultum)* két gyereksoportot ábrázolt: az egyik fújja a buborékokat, a másik pedig próbálja elkapni őket, természetesen sikertelenül. Erőfeszítésük hiábavaló: aki egyszerre akar több célt elérni, mindennek mesterévé válni, ostobább a szappanbuborékot hajszólo fiúcskáknál – okította Petrarca nyomán a latin felirat és verses magyarázat szövege az olvasót. „Miként mindenki tudja, a buboréknál nincs üresebb vagy hiábavalóbb dolog, és már régóta hasonlítják a közelítő halál árnyékához.” (*Junius* [1565].)

Hadrianus Junius egyes vélemények szerint a legméltóbb követője, más megfogalmazásban epigonja volt Rotterdami Erasmusnak, jól ismerte nagy elődje műveit, közöttük azt a

³ Az erősen rövidített áttekintés bővebb változata egy készülő könyv fejezetét alkotja. Ezt a részt a filológia és a fogalomtörténet iránt nem érdeklődő olvasók nyugodtan átugorhatják.

⁴ Mentségként még annyit: az első hivatkozásokat a szappanbuborék művészettörténeti allegóriájával foglalkozó irodalomra egy fizikus tanulmányában (*Behroozi* [2008]) találtam meg, amely az *American Journal of Physics* című folyóiratban jelent meg. Persze: amit szabad Jupiternek...

szólás- és közmondás gyűjteményt, amelyet először 1500-ban Párizsban adtak ki *Adagiorum collectanea* címmel. A könyv a humanista Európa műveltségének egyik alapvető darabja, könyvpiacának egyik bestsellere lett, egyre bővülő változatokban vált a hasonló összeállítások inspirátorává és szolgált mintaként északtól délig, Dániától Spanyolországig. Így volt ez a Wittenbergát és Strasbourgot megjárt, evangélikus iskolaigazgató Baranyai Decsi (Csimor) János esetében is: az ő *Adagiorum Graecolatinoungarorum* ... című gyűjteményének, mely 1592-ben Bártfán került ki a nyomdából, a legfontosabb, de korántsem egyedüli forrásaként Erasmust használta (a kötet címlapján felsorolt más szerzőket is, köztük szerepelt Junius). (Paczolay [2000], [2001]) Decsi Erasmustól vette át az emberi élet mulandóságát és hiábavalóságát összegző megállapítást: „Az ember olyan, mint az vízben való buborék.”

A *homo bulla* toposzát a humanizmusba bevezető Erasmus két antik szerzőre hivatkozott a tömör metafora forrásaként. Egyiküknek, ha szabad így mondani, távolról van köze az ökonómiához: ő Marcus Terentius Varro, a római agrárirodalom klasszikusa, aki hosszú élete végén, 80 esztendőskorában a mezőgazdaságról írt értekezése első mondatában a közmondással mentegetőzött, miért viseli magán könyve a sietség jegyeit. „... mint mondják, ha az ember olyan, mint a buborék, annál inkább, ha öreg” (Varro [1971]).⁵ A másik a görög Lukianosz, aki egy dialógusában Kháron, az alvilág révészének szájába adta a gondolatot: az ember élete olyan, mint a vízesésnél keletkező buborék. „Mindegyiket felfújja a lélek, ezt kisebbre, azt nagyobbra, némelyik kis ideig marad meg, s csak rövid életű, mások, ahogy támadtak, máris elpattannak – de végzetük azonos: mindnek el kell pukkannia.” (Lukianosz [1974] 323. o.)

Van abban valami sajátosan paradox – miként Schama rámutat a témához illően érzéketlenül csillogó és olykor üres szavakkal (Schama [1987] 497–516. o.) –, hogy a buborék mint a csalóka, lényeg és tartalom nélküli üresség fizikai kifejeződése összekapcsolódott egy gyermekjátékkal, amely a boldog ártatlanság korának kegyetlen rövidségét idézi fel. A felnőtteket nevetésre indító időtöltés valójában a világot jelképezi: „minden csak gyermekjáték” – írta egy németalföldi költő (Cats [1619] 106. o.). Honnan és kitől eredt az ötlet, hogy a humanizmus által felélesztett antik metaforát kibővítsé az életképfestészet egyik témájával – erre a kérdésre a művészettörténet illetékes válaszolni, hiszen bár a szappan eredete vitatott, s valószínűleg visszanyúlik az ókorba, nád- vagy szalmaszálon szappanbuborékot fújni sem a görög, sem a római világ gyermekeinek nem lehetett kedves időtöltése (Durantini [1983], Langmuir [2006]).

Szappanbuborék asszony – a világ úrnője

A hitéért sokéves börtönt viselt John Bunyan művét, *A zarándok útját*, amely két részben, 1678-ban és 1684-ben jelent meg, ha hihetünk a statisztikáknak és az irodalomtörténészeknek, csak a Biblia és Shakespeare művei előzték meg az angolszász irodalom évszázados „népszerűségi listáján”.⁶ Az „egyszerű dolgozó emberek dialektusában, a régi és romlatlan angol nyelven” beszélő tanulatlan üstfoldozó-prédikátort a 18. század kifinomult irodalmi ízlése többnyire lenézte: „összehasonlítani őt Addisonnal annyi, mint egy pocsolylát az óceánnal” – írta róla Hume [1992] (226. o.). Csak a viktoriánus korszak emelte őt a kánonba, mondván, hogy a puritán ígéhirdető géniusza és költői képzelőereje egyedül Miltonhoz volt mérhető (Macaulay [1910] 410. o.). *A Zarándok útja* második részében állja

⁵ „Quod, ut dicitur, si est homo bulla, eo magis senex”. A közmondást Petronius is idézi a Satyriconban.

⁶ „Vélhetően többen olvassák, mint bármely más könyvet, a Bibliát nem tekintve.” (Franklin [1989] 33. o., Hofmeyr [2004].). 2008-ban Obama megválasztását *The Pilgrim's Progress* című versében köszöntötte egy nigériai költő (lásd Hofmeyr [2010]).

az *Elvárásolt Földön* az egyik zárandok, *Állhatatos* (Bunyan szereplőit beszélő nevekkal jellemzi) útját *Madam Bubble*.⁷

Ki is ez „az úrhölgy”? A zárandok elbeszélése szerint: „egy nagyon szép ruhájú idősebb nő” aki a zárandoknak „felajánlotta testét, pénzét és ágyát”. A fáradt, kimerült és nélkülözöz vándort („szegény vagyok, mint a templom egere”) azzal kecsegteti a kísértő gonosz: ha követi őt, hatalmassá és boldoggá teszi. „Mert én – mondta – a világ úrnője vagyok, s az embereket én teszem boldoggá.” Az elvont eszméket érzékletes figurákként megjelenítő nonkomformista prédikátor leírása magas, barna, mézes-mázos beszédű és mosolygó nőalakot állít elénk, aki egy nagy erszényt hord az oldalán, s gyakran matat benne pénzét tapogatva, „mintha abban lelné szíve gyönyörűségét”. *Madam Bubble* figuráját Bunyan nemcsak a Fortunát jellemző vonásokkal ruházza fel („némely helyen magát istennőnek adta ki, s ezért sokan imádják”), hanem egyenesen a csalás megtestesüléseként ábrázolja: „Meghatározott ideje, s nyilvános helyei vannak a csalásra, s állítja és erősíti, hogy senki se tud oly javakat felmutatni, mint ő.”

Bűnlajstroma a lehető legsötétebb, egyesíti magában a hétköznapi nőgyűlölet ismerős sztereotípiáit, és idézi a jámbor olvasók elé a Jelenések könyvének Nagy Paráznáját: „Arcátlan és szégyentelen ringyó, minden férfit leszólít, szívesen karjaiba veti magát bárkinek ... ő vette rá Júdást, hogy urát és mesterét eladja. ... ő hinti el a meghasonlás magvát fejedelmek és alattvalók, szülők és gyermekek, férj és feleség, szomszéd és szomszéd között, sőt magában az emberben is, test és lélek között.”

Madam Bubble színrelépése témánk szempontjából elsősorban azért fontos, mert új dimenzióval bővíti ki az evilági hívságok és az elmúlás szimbólumaként használt szappanbuborék értelmezési tartományát: a földi gazdagságot és sikert ígérő, de szükségképpen bűnhődéshez vezető tudatos megtévesztéssel, a csalással, hiszen az, aki enged csábításának és „fejét egyszer ölébe hajtja, akárcsak a tőkére hajtotta volna le, mely fölött a bárd fűg”. Azok közül, akik „Buborék asszony tanácsát követték, már sokan kerültek csapdába, még többen a pokolba”.

1693-ban, egy évvel a szerző halála után nyomtatták ki Thomas Shadwell utolsó színdarabját: *The Volunteers or the Stock-Jobbers*. Ebben a kerekfejűek és a gavallérok világának összebékítését, a nemzet kívánatos egységét színpadra állító komédiában, amely talán először kísérelte meg a tőzsde új világának komikumát kiaknázni, a buborék szó több értelemben szerepelt. Az egyik jelenetben két léhűtő azt tervezgeti, hogyan tudnák az egyik gazdag és ostobának hitt főszereplőt leitatni és kicsalni (*to bubble*) tőle a pénzét, s a célszemélyt is „buboréknak”, vagyis hólyagnak nevezik.⁸ (*Shadwell* [1720] IV. 450. o.). 1696-ban egy Edinburghban kiadott névtelen pamflet szerzője érvelt a Bank of Scotland szükségessége és a bank működésétől várt üdvös kamatcsökkentés mellett. A levélformában előadott érvekkel arról akarta meggyőzni az ugyancsak névtelen címzettet, hogy annak aggodalma, miszerint a javaslat „csalás és trükk lehet, amivel néhány ember kifoszthatja (*to bubble*) a nemzetet pénzéből és ezért ellenezni kellene”, nem megalapozott.

Háború és államadósság

A South Sea Companyt 1711-ben alapították meg, a brit parlament által elfogadott kiváltságlevéllel, amely kizárólagos jogokat biztosított a társaság számára a spanyol korona fennhatósága alatt álló Dél-Amerikával folytatandó kereskedelemre. Az itt re-

⁷ A mű első magyar fordításában, amely németből készült és 1782-ben jelent meg Kolozsvárott: *Hijábanvalóság asszony*, a 19. századi fordításban *Szappanbuborék asszony*, az 1995-ös legutóbbi kiadásban *Tümemény*.

⁸ Ebben az értelemben használta a kifejezést Mandeville is *A méhek meséje* egyik kommentárjában (*Mandeville* [1969] 37. o.).

mélt üzleti lehetőségek kiaknázása csupán az egyik szempontja volt a javaslatot betervező, nem sokkal korábban hatalomra került tory kormányznak. A másik, talán még fontosabb cél, amely a kormányzatot ténylegesen vezető Robert Harley előtt lebegett, a rivális párt, a whigek befolyása alatt álló két nagy monopólium: a Bank of England és az East India Company ellensúlyának megteremtése volt, más szóval az, hogy az aktuális kormányzattal jó viszonyban lévő rivális üzletemberek „kerüljenek helyzetbe” a nyomasztó háborús államadósság kezelésében. Azért kell ezt hangsúlyozni, mert a buborék történetének komoly és népszerű feldolgozásai gyakran úgy ábrázolják a társaság pályafutását, mintha az államadósság kezelése csupán évekkel később került volna előtérbe, amikor kiderült, hogy a spanyol gyarmatokkal folytatott nagyszabású rabszolga- és árukereskedelem illúzió, s találni kellett valamit, ami kiváltja ezt a célt, és biztosítja a hatalmas alaptőke tulajdonosai számára az osztalékot (Mackay [1841], Hoppit [2000], Békés–Muraközy [2008]). Ezt – mint látni fogjuk – a korabeli szövegek éppúgy cáfolják, mint ahogy nem egyeztethető velük össze a társaság részvényárfolyamainak alakulása az alapítás utáni időszakban. Mielőtt azonban ismertetnénk a társaság létrejöttének eseménytörténetét, először röviden vázolnunk kell az államadósság kialakulásának gazdasági és politikai összefüggéseit, az angol, majd 1707, a Skóciával való unió után brit pénzügyi forradalmat.

A pénzügyi forradalom terminusával azt a folyamatot szokás leírni, amely során az uralkodók rövid távú, esetleges és magas kamatköltséggel terhelt kölcsöneit felváltották a konszolidált, hosszú távú, parlamenti jóváhagyástól függő hitelek. Ezeket a másodlagos piacokon adták és vették, így biztonságuk nőtt, kamatköltségük pedig csökkent. A folyamat mintaaországa a hosszú 17. században Németalföld, pontosabban Hollandia tartomány volt, amely a Habsburgok, majd a Bourbonok ellen vívott háborúkban igen magas adósságot volt képes finanszírozni – Európa-szerte irigylet alacsony kamatok mellett. 1689 után a „Dutch finance” módszerei Angliában is meghonosodtak, létrejött a Bank of England, kialakult az államadósság rendszere, és kiépült a tőkepiac, amelyet elsősorban, de nem kizárólag az adósságot megtestesítő értékpapírok és kötelezvények forgalma mozgatott. A szakirodalomban vitatott, hogy mennyiben a holland minta követése volt ez a folyamat, vagy mennyiben támaszkodott más példákra és a Stuart-restauráció idejéből való előzményekre (Dickson [1967], Tracy [1985], Stasavage [2003] az előbbi, Roseveare [1991] és Murphy [2009] az utóbbi mellett érvel), de erről témánk szempontjából nem is szükséges állást foglalni. Elegendő annyit megállapítani, hogy a korabeli vitákban ezeket az intézményeket a holland befolyással és a republikanizmus szellemével hozták összefüggésbe. Swift szerint a parlament által megszavazott alapok kamata által biztosított nemzeti adósság „az orániai herceg forradalma előtt ismeretlen volt Angliában”. 1694-ben a Lordok Háza vitájában a tory főrendek azzal támadták a Bank of England létrehozására irányuló javaslatot, hogy a gondolat Hollandiából jön és „aláásná a királyi tekintélyt, mivel a bankok csak a köztársaságoknak valók” (Pincus [2009] 395. o.). A másik oldal a kereskedelem szükségleteire, a háborús kiadásokra és az alkotmányos biztonság szempontjaira hivatkozott. N. Barbon szerint Londonnak mint a világ legfontosabb és leggazdagabb kereskedelmi központjának már régen szüksége lett volna erre a bankra. Bár egy despotikus kormányzat esetében, amely kizárólag a katonai erőre támaszkodik, nagy a kísértés arra, hogy a fejedelem rátegye a kezét a bankra, de Anglia szabad kormányzata mellett, ahol a királynak éppúgy érdeke a kereskedelem virágzása, mint alattvalóinak, nincs ok ettől félni (Barbon [1690]). Gyakran folyamodva a közismert cicerói fordulathoz: „a háború mozgatója a pénz”, a bank támogatói kiemelték, hogy szükséghelyzetben a bank „ésszerű kamat mellett” biztosíthat pénzt az uralkodónak „armadák felszerelésére, seregek ellátására és katonaszedésre” (Mackworth [1694]).

„Ha a királynak nincs szüksége pénzre, akkor a parlamentre sincs”

A háború a külpolitikai reorientáció egyenes következménye volt. Orániai Vilmos a Stuart-restauráció franciabarát politikáját – mely a németalföldi köztársaságot tartotta az angol monarchia és az európai stabilitás legnagyobb veszélyeztetőjének – felváltotta azzal a franciaellenes politikával, amely nemcsak a holland érdekekből következett, de összhangban állt a forradalomban az új uralkodó mellé állt angol többség felfogásával. Számukra XIV. Lajos törekvései az abszolutizmus, a katolicizmus és az európai hegemoniára irányuló politika („az univerzális monarchia”) megtestesülését jelentették, amivel szemben a whigek a protestantizmus és a szabadság zászlói alatt Európában kívánták felvenni a harcot, míg a toryk beérték volna a tengeri hatalom státusának megvédésével, az 1689-es forradalom elismertetésével (a Napkirály továbbra is a Párizsba menekült II. Jakabot tekintette törvényes uralkodónak). Ugyanakkor a parlament mindkét oldalán világosan tudták, hogy hatalmuk azon áll vagy bukik, elkövetik-e újra azt a hibát, amit a Stuart-restauráció idején már elkövettek „amikor legnagyobb bajunk az volt, hogy életre szólóan szavaztuk meg az adókat a királynak”. Miként egy képviselő mondta, amikor a parlament a megszavazandó adókról és királyi jövedelmekről vitázott 1690 márciusában: „Ha a királynak nincs szüksége pénzre, akkor ránk sincs szüksége”. Ezért a parlamentnek brutálisan egyszerű szabályt kell követnie: „Ha túl keveset adtok a koronának, ezt bármikor ki lehet egészíteni; de ha egyszer túl sokat, ezt sohasem fogjátok visszaszerezni” (*Parliamentary history* [1742a] Vol. 2. 1689–1690, *Roseveare* [1991]).

A hatalmát megerősítő parlament csak a fogyasztási adókat szavazta meg élethossziglan az uralkodónak, de a vámokat csak három esztendőre, így biztosítva a törvényhozás pénzügyi túlsúlyát, miközben ekkora jövedelem még a békeidőben való kormányzáshoz sem teremtett elegendő bevételt (ezt a földadó bevezetése orvosolta, amely az állam legnagyobb bevételi forrása lett). A szárazföldi és tengeri háború kilenc esztendeje korábban nem ismert terheket rótt Angliára, több mint 70 ezer ember szolgált a hadseregben és 40 ezer a flottánál, a háború évi átlagos terhe 5,5 millió font volt, az éves költségvetés 74 százaléka. A hadikiadások növekvő terhével az adóbevételek így nem tudtak lépést tartani, jóllehet ezek is csaknem megkétszereződtek: átlagosan több mint 3,5 millió fontra nőttek (*Brewer* [1994]). Összeségében az 1689–1697 közötti időszak bevételei 32,5 millió, kiadásai 49 millió fontot tettek ki, vagyis a hiányzó 16,5 millió fontot kellett fedezni más forrásból (*Mitchell* [1990]). A nagyságrend érzékeltetésére: a háború kilenc éve alatt felgyülemelő államadósság több mint 15-szörösére nőtt, megközelítve a korabeli becsült GDP 30 százalékát, a hadikiadások pedig a 10 százalékát. Különböző kölcsönökkel, évjáradékok és életjáradékok (ezek mögött általában nem állt biztosíték, de élethosszig rendszeres törlesztést fizetett értük az adós) kibocsátásával és szerencsejátékok szervezésével egy ideig sikerült áthidalni a különbséget. 1694-ben pedig a Bank of England megalapítása, majd négy évvel később a New East India Company létrehozása adott módot arra, hogy a társaságok „alaptökéjükbe oltsák” a kormányzati adósságot, vagyis 8 százalékos kamat ellenében kölcsönt nyújtsanak a kormánynak. A további források megszerzése, így például egy újabb sorsjáték megszervezése már többnyire sikertelen maradt, a Bank of England elutasított egy újabb 2,5 millió fontos hosszú távú kölcsönt. A fenyegető pénzügyi válságot csak a békekötés jóvoltából sikerült elkerülni (*Dickson* [1967] 341–357. o.).

A háború alatt a kincstár lordjai visszatérően panaszkodtak a parlamentnek, hogy a kassa sohasem volt még ennyire üres, hogy a csapatok heti ellátmányát is alig képesek fizetni. Az egyik eszköz, amivel – még a Bank of England alapítása előtt – sikerült pénzt szerezni, a pénzrontás volt. Az ezüstérmék illegális körülnyírása és a beolvasztott nemesfém exportja tartotta működésben a hadigépezetet, s ugyanakkor a névértéküknek megfelelő nemesfém-tartalom 40–50 százalékát elvesztő ezüstérmék miatti inflációs

áremelkedés, a Gresham-törvénynek megfelelően a forgalomból kivont és felhalmozott vagy külföldre csempészett teljes értékű arany- és ezüstpénz hiányának következményeit számos panasz ecsetelte, ami végül az 1696-tól (Locke és Newton közreműködésével) lebonyolított pénzseréhez vezetett (Jones [1988]). A kontinentális háborút ellenző politikai erők számára ez a whig politika elhibázottságát és tarthatatlanságát támasztotta alá: „mindenki a pénzhiányról panaszkodik”, a franciák sikeres kalózkodása miatt az angol tengeri hatalom veszélybe került, „kereskedelmünk egynegyedét elvesztettük”, s ezért a háborút „aligha lehet még egy évig finanszírozni”.

1710-ben az 1703 óta tartó spanyol örökösödési háború következtében sok tekintetben hasonló állapot alakult ki, ismét pénzügyi válság fenyegetett, amit jól jelzett a kormányhivatalok által kibocsátott váltók leértékelődése a piacon, például az Admirális váltói ekkor 30 százalékos diszkonttal forogtak (Dickson [1967] 362. o.). A 21 millió fontos államadósság kétharmada az úgynevezett *unfunded debt* volt, vagyis a törlesztéshez nem állt rendelkezésre e célra lekötött bevételi forrás. Az ekkor hatalomra kerülő új tory kormány tényleges vezetője, Robert Harley – mint már szó volt róla – a South Sea Company megalapításával egyszerre kívánt politikai, pénzügyi és kereskedelmi célokat elérni. Ezért szükséges néhány mondatban kitérni a korabeli politikai gondolkodás és a pénzügyi forradalom összefüggésének kérdéseire, jóllehet mindkettő, de különösen a 18. század első évtizedeinek brit politikai rendszere és gondolkodása sokkal szövevényesebb és változatosabb annál, mint ami itt néhány szóval elmondható róla. Értelmezési keretül azt a fogalmi rendszert használom fel, amelyet a politikai gondolkodás történetének „cambridge-i iskolája” dolgozott ki az elmúlt évtizedekben.

Pénzügyi forradalom, pártrendszer és politikai elmélet

Az 1689 utáni időszakot a parlamenti kormányzás és a kétpárt-rendszer kialakulása, a tom-boló pártharcok koraként szokás tárgyalni, hozzátéve, hogy a két párt: a whigek és a toryk szembenállását gyakran felülírta az „udvar” és a „vidék” politikai platformjainak konfliktusa. A whigek támogatták a protestáns trónutódlást, a parlament szuverenitását az uralkodói és végrehajtó hatalommal szemben, és nagyobb türelmet tanúsítottak a protestáns vallási kisebbségek iránt, tory ellenlábasaik viszont – legalábbis részben – nehezen törődtek bele az isteni jogon alapuló királyság öröklési rendjének parlamenti megváltoztatásába, az anglikán államegyház hívei voltak, és elsősorban a vidéki földbirtokosok támogatására számítottak. A „dicsőséges forradalom” után a whig arisztokrácia – amely korábban a „vidék” ideológiáját képviselte, vagyis harcolt a királyi önkény ellen, elutasította a parlament hatalmának korlátozását, és ennek eszközeit látta a végrehajtó hatalom katonai (állandó hadsereg), közigazgatási (hivatali apparátus) és pénzügyi (államadósság) függetlenségét erősítő intézményekben – fordított álláspontján és hatalomra jutva, támogatni kezdte az uralkodó és a parlamentben ülő miniszterei hatalmának megszilárdítását. Ezzel párhuzamosan a toryk fokozatosan átvették a „vidék” politikai nyelvét, amelyben a meghatározó ellentét autonómia és függőség között feszült. A politikai diskurzus ezt a szabad polgár mint önálló birtokos koncepciójára építi, és ez teszi képessé arra a politikai önállóságra, a közügyekben való részvételre, amelynek előképe az antik városállam polgára, aki Arisztotelész ábrázolásában az önálló háztartás, az oikos uraként rendelkezik a szükséges függetlenséggel (autarkia). Ezt a szabadságot veszélyezteti a hivatali tisztségek osztogatása parlamenti képviselőknek, ami immár nem a parlamentet semmibe venni akaró Stuart-uralkodók nyílt önkényét, hanem egy oligarchikus kormányzás burkolt zsarnokságát valósítja meg.

A politikai nyelvek és idiómák keveredése még nehezebben átláthatóvá tette a hatalmi játszmák és szereplők gyakori fordulatait. Csak a South Sea Company alapításánál maradvá, ami-

kor – részben udvari intrikák eredményeként (amelyeket E. Scribe nálunk is gyakran játszott darabja, az *Egy pohár víz* használt fel vígjátéki alapanyag gyanánt) – a tory Harley 1710-ben megbuktatta a Malborough mint főparancsnok és Godolphin mint főkincstárnok által vezetett kormányt, akkor egy olyan politikus került hatalomra, aki az 1690-es években még maga is whig volt, szemben az eredetileg mérsékelt torynak számító Godolphinnal, akivel 1704–1708 között együttműködött a whigek által támogatott kormányban. A pártszenvédélyek és a hatalmi ambíciók sajátos konstellációkat idéztek elő: szembenálló politikai vetélytársak olykor szövetséget kötöttek egymással saját szélsőségeik ellen, és óvakodtak az egypárti kormányzástól, olykor viszont a Towerbe küldték egymást, mint azt a South Sea Company történetének két politikai főszereplője, Harley és Walpole is tette (*Carruthers* [1996]).

Mi volt a szerepe a pénzügyi forradalomnak a politikai viszonyok és gondolatok átalakulásában? Nos, e klasszikus republikánus vagy humanista paradigma szerint az intellektuális változás egyik legfőbb mozgatója, egyszersemind sokat vitatott témája éppen a pénzügyi forradalom volt, amely lehetővé tette, hogy III. Vilmos megreformálja az állam pénzügyeit, a parlament korlátozó törekvései ellenére megnövelje a végrehajtó hatalom mozgásterét, az adók mellett új forrásként támaszkodva az államadósság rendszerét és a részvénytársasági formát összekapcsoló pénzérdekeltségre (*monied interest*). Míg a Stuart-uralkodók idején gyakori volt a kölcsönök kikényszerítése, a kamat és a törlesztés feltételeinek önkényes módosítása, majd 1672-ben II. Károly egy évre felfüggesztette a korona adósságainak törlesztését, ezzel csődbe taszítva számos aranyműves-bankár hitelezőjét, a forradalom után a kötelezettségek betartásának erős biztosítékai jöttek létre. Az adókról döntő és a kiadásokat ellenőrző parlamentben ott ültek azok képviselői, akik a kölcsönöket nyújtották, s akik jogait védték a törvények és a koronától független bíróságok (*North–Weingast* [1989]). A pénzügyi forradalom eredményeként alakult ki a gazdagság új formája, mely nem a földbirtokon, hanem a kereskedelemben vagy a pénzkölcsönzésben szerzett vagyonon alapult, s amely gyakorta nem is készpénzben, hanem a jövőre szóló fizetési ígervényekben testesült meg. Az ezeket birtokló új járadékos osztály – legalábbis politikai ellenfeleik, a régi whigek és a politikai retorikájukat megöröklő toryk szerint – létében veszélyeztette az ősi szabadságot, vagyis a magát a szabadságjogok egyedüli hordozójaként tekintő földbirtokos gazdasági és politikai szerepét (noha mint látni fogjuk, e kép meglehetősen csalóka, ha megnézzük a nagy részvénytársaságok befektetőinek tényleges összetételét). A kereskedelem, pénz és hitel mozgékony és illékony, olykor papirosként semmivé foszló jellege végzetes fenyegetésként tűnt fel azok szemében, akik a kibontakozó kereskedelmi társadalmat azonosították a birtokos-polgár ősi alkotmányban biztosított függetlenségét és szabadságát aláásó pénzhűséggel, mohósággal, korrupcióval, a közhitel és az államadósság ama rendszerével, amely a parlamenti oligarchia és a *monied interest*, az államadósság részvényesei közötti szövetségen alapult (*Pocock* [1985], *Kontler* [1997], *Goldie* [2006]).

1689 után – antikapitalista konszenzus vagy egyetértés a szabadjára engedett tőkefelhamozásról

E gondolati rekonstrukció azonban egyik mérvadó kritikusa, Steve Pincus szerint két olyan narratívát olvaszt egybe, amelynek feltevései ellentmondanak egymásnak. Az egyik az eszmetörténészek által elfogadott humanista diskurzus, amely arra épül, hogy az 1689 utáni angol politikai gondolkodás nem rendelkezett az elméleti innovációhoz szükséges fogalmi eszköztárral. A szembenálló politikai erők egyetértettek bizonyos alapfeltevésekben, mindenekelőtt abban, hogy a politikai hatalom bázisa a földtulajdon, a kereskedelem csupán erre épülhet, és fejlődéséhez a később merkantilistának nevezett intézkedések szükségesek. A másik az új institucionalista irányzat, amely egy újfajta, prokapitalista

konszenzus létrejöttét látja a dicsőséges forradalom nyomán. Az első számára „a pénzügyi forradalom inkább külsőleg az országra szabott politika volt, mintsem belső ideológiai vita eredménye... jobb esetben nem szándékol, rosszabb esetben nem kívánt következménye volt az 1688–1689-es eseményeknek”. A másik viszont a pénzügyi gondok megoldására irányuló, az elitek által elfogadott paktum eredményének ábrázolja azt a három intézményi változást – a parlamenti szupremáciát, a parlament központi szerepét a pénzügyekben és a korona előjogainak és hatalmának korlátozását –, amelyek tartósan hihetővé tették mind a pénzügyi kötelezettségek megtartását, mind az estleges felelőtlen viselkedéssel szembeni fellépés fenyegetését. Az egyik értelmezésében „1688–1689 forradalma antikapitalista konszenzust hozott létre”, a másik – amely joggal tekinthető a whig történelemszemlélet mai folytatójának – „a szabadjára engedett tőkefelhalmozást támogató politikai konszenzus” létrejöttét vélelmezi (Pincus [2009] 366–368. o.).

Ezzel szemben – legalábbis az 1688–1689-es eseményeket valódi és radikális forradalomként értelmező Pincus felfogása szerint – a radikális átalakulás két rivális modern gazdasági program széles körű és messzemenően átpolitizált vitájának következménye volt. „Nem volt konszenzus sem a kapitalizmus mellett, sem annak ellenében. A Bank of England létrehozását és a pénzügyi forradalom intézményeit nem külső holland erők kényszerítették az országra, és nem is az angol politikai elit paktuma eredményezte azokat.” (Uo.) Valójában ezek az intézmények egy politikailag megosztott és a pártszenvédelem által uralt országban, a szembenálló erők konfliktusaiba ágyazottan jöttek létre, ahogyan másfél évtizeddel később a South Sea Company is, történetükről ezért nem választható le a politikai dimenzió, vagy mondhatnánk úgy is: a szó sajátos értelmében politikai gazdaságtani narratívával van dolgunk (lásd Carruthers [1996]).⁹

Ebből azonban nem következik a Polányi Károly nevéhez kapcsolt beágyazottsági szemlélet, a piacok (köztük a részvény- és kötvénypiac) kifejlődését állami intervenció eredményének beállító történelmi fikció elfogadása (Polányi [2004]).¹⁰ Ellenkezőleg: bár a South Sea Company létrehozásában és sorsának alakulásában 1720–1721-ig az állam, a politika szerepe fontos volt, de a folyamatot, a buborék kialakulását és kipukkadását nem az állam idézte elő, hanem azok a piaci szereplők határozták meg, akikről Defoe azt írta: a kereskedés résztvevőit nem az érdekli, ki melyik párthoz, egyházhoz tartozik, hanem a nyereség. „Azt mondani, hogy az emberek nem fognak kölcsönt adni a kormánynak akkor, amikor a parlament biztosítja a kamatot, törlesztést, prémiumokat és előnyöket; annyi, mint azt mondani, hogy a Természet már nem működik, hogy a pénzemberek többé nem szeretik a pénzszerzést, a kereskedők a nyereséget, az uzsorások a magas kamatokat... , hogy az emberek nem az érdekeiket, hanem a politikájukat követik és szolgálják.” (Defoe [1710a] 16. o.)

Egy pohár (déli-tengeri) víz és a „fénynél sebesebb hitel”

Persze Defoe nem a *homo oeconomicus* örök érvényű himnuszát fogalmazta meg pamfletjében, hanem nagyon is kézzelfogható aktuálpolitikai veszély ellen hadakozott, ráadásul megbízásból.¹¹ Amikor 1710 tavaszán egyre világosabbá vált, hogy Anna királynő készül

⁹ Adam Smith második meghatározása szerint a politikai gazdaságtan a törvényhozói tudomány egyik ága, amelynek egyik célja „hogy az államot a közszolgáltatások teljesítéséhez elégséges jövedelemmel lássa el” (Smith [1976] 428. o., Atkari János fordítása).

¹⁰ Carruthers szerint a politikai motívumok és pártszempontok is lényegesek voltak az államadósság és a részvények „beágyazott piacán”, ahol a *homo oeconomicus* és a *homo politicus* együtt voltak jelen (Carruthers [1996] 192. o.).

¹¹ „Az első lépés, amit megtettem, sikeres volt, és nagyobb szolgálatot tett, mint vártam. A város túl nagy érdemet tulajdonít nekem, azt feltételezve, hogy ezt Ön írta. Az *Essay upon Credit*-ről beszélek” – szólott Defoe

megvonni bizalmát az addigi kormánytól s az őket támogató whig főrendektől, a Bank of England kormányzója, Sir G. Heathcote kihallgatást kért és kapott, először a vezető politikusoktól, majd az uralkodótól. A Bank más vezetőinek társaságában figyelmeztette őket, hogy Godolphin főkincstárnok menesztése, az esetleges kormányváltás vagy a parlament feloszlata súlyos következményekkel járna, „minden hitel megszűnne, a részvények zuhannának, a Bank csődbe kerülne, ami a nemzet romlását is jelentené”, azaz világossá tette, hogy Harley és a tory párt hatalomra kerülése esetén nem számíthat a Bank és befektetői támogatására. „Teljesen rendkívüli esemény, hogy magánemberek annyira elbizakodottak legyenek, hogy az uralkodót akarják dirigálni” – számolt be erről a felháborodott Harley egy levelében (1710. június 19., *Portland* [1891], Vol. IV. 545. o.). A királynő ugyan megígérte, hogy nem kerül sor az említett lépésekre, de e közbeavatkozás, miként a máshonnan érkező figyelmeztetések („minden fontos ember a Cityben azt mondja, hogy a főkincstárnok eltávolítása esetén egy fityinget se adnának többé kölcsön” – írta például a királynőnek korábbi belső bizalmasa, Marlborough hercegnő) inkább felgyorsította az eseményeket, Anna királynő másnap elbocsátotta a főkincstárnokot.¹² Harley politikailag sikeresen manőverezte magát a hatalom csúcsára, de az is világos volt számára, hogy nem csupán pártérdekből és a kormánytól jóval szélsőségesebb parlamenti toryk lecsendesítésére, de a whigekkel tevőlegesen együttműködő pénzügyi és üzleti körök ellenállása miatt is másokkal kell megoldást találnia a pénzügyi válságra, amelyért elődei kormányzását, vagyis Marlborough féktelen dicsőségvágyát és a pénzügyek irányítóinak felelőtlen és bűnös gazdálkodását okolta.

1696-ban már parlamenti szentesítést kapott az a javaslat, amely egy Land Bank, azaz a földbirtokosok érdekeinek megfelelő jelzálogalapú földhitel-intézet, a Bank of England nyilvánvaló riválisának létrehozását célozta. „Ennek közvetlen hasznát csak az angolok élveznék, azt viszont bizonyos, hogy a Bank of England jó része külföldi kézen van” – pendítette meg a szilárd földtulajdon és a patriotizmus egybehangzó húrjait H. Chamberlen, az egyik javaslat szerzője (*Chamberlen* [1695] 2. o.). A bank alapítása kudarcot vallott, a lejegyzendő alaptőkét nem sikerült összegyűjteni. De mások is próbálkoztak hasonló programokkal, ilyen volt a Sword Blade Company, eredetileg menekült francia hugenották kardkészítésre létrehozott vállalkozása, amelyet 1700 után J. Blunt és G. Caswall alakítottak át a hadsereg adósságleveleivel és ír földbirtokokkal üzletelő bankká, amely megpróbálta kikezdeni a Bank of England kiváltságlevellel biztosított monopóliumát – inkább kevesebb, mint több sikerrel. Most azonban joggal érezhették, eljött az ő órájuk, mert Harley, aki egyszerre akarta elérni a győzelemként eladható békét, a tengerentúli kereskedelem lehetőségeinek kibővítését és az államadósság fenyegető rémétől való megszabadulást, tőlük is kért és kapott javaslatot a pénzügyi helyzet kezelésére.

„A közhitel hanyatlik – írta egy korábbi miniszter, Lord Halifax –, s amíg az emberek nem lesznek inkább tisztában az új miniszterek szándékaival, semmi sem javíthat ezen” (1710. október 26., *Portland* [1891] Vol. II. 223. o.). A Bank of England továbbra sem mutatott sok hajlandóságot az együttműködésre, az ibériai félszigeten harcoló csapatok ellátására kért újabb kölcsönnek csak a feléről volt hajlandó tárgyalni. A helyzet drámaiságát Harley azzal fokozta, hogy napról napra újabb és rémitőbb adósságokat fedezett fel, és számolt be róluk a tory többséget felvonultató új parlamentben,¹³ a vehemens többség szájízének megfelelő dörgegelmes kirohanásokat intézve az adósságért felelős whig politikusok

levele Harleyhez 1710. szeptember 5-én (*Portland* [1891] Vol. V. 585–586. o.). A névtelenül megjelent pamfletet 1797-ben újra kiadták, szerzőjeként Robert Harleyt jelölve meg. (A pamfletet még a 19. század közepén is a tory politikusnak tulajdonították.)

¹² Részletesen erről lásd *Hill* [1971]. Az idézet a 400. oldalon található.

¹³ 1710. december 4-én 6 millió, december 7-én 1,5 millió, december 8-án 250 ezer, december 11-én 500 ezer font és így tovább (*Carswell* [1993] 41–42. o.).

(korábbi miniszterhátsai) ellen, akik tevékenysége csak a Bank of England és a külföldi hitelezők gazdagodását szolgálta (meg persze saját gyarapodásukat). A legnagyobb egyedi tételt a haditengerészet 6 milliós adóssága képezte, amiért a flotta pénzügyeit irányító Walpole-t tette felelőssé, akit e vádak alapján később be is börtönöztek, hiába mutatta ki egy röpiratában, hogy az adósság mindenkor a háború szükséges kiadásait szolgálta és megkapta hozzá a parlament jóváhagyását (*Walpole* [1712]).¹⁴

Ez azonban csak politikai lépésként tűnt hasznosnak, természetesen felállítottak egy parlamenti bizottságot, hogy megállapítsa az adósság mértékét és a felelősöket („az a céljuk, hogy elszámoltassák a régi kormányzatot és öt vagy hat nyakazás legyen” – vélekedett *Swift* [1948])¹⁵, de a pénz előteremtéséhez más kellett. John Blunt, az iparoscsaládból származó üzleti írnok, a Sword Blade Company ügyvezetője nem éppen eredeti javaslattal állt elő: egy újabb sorsjáték szervezését ajánlotta. A sorsjáték lebonyolításával is őt bízták meg, s ez – szemben a Bank által szervezett korábbi kudarcával – rendkívül sikeresnek bizonyult, akárcsak a rákövetkező. Blunt sikere alapozta meg egy korábbi tervezete megvalósítását, amelyet még 1710 őszén küldött meg Harleynek: az összes, adóval vagy más bevétellel alá nem támasztott kormányzati adósságot (9 millió font) egy új társaság részvényeire kell névértékben átváltani, amiért a kincstár évente 6 százalékos kamatot fizet. A társaság ezenkívül – mint már láttuk – kizárólagos jogot kapott az angol kereskedők és befektetők fantáziáját Drake és társai óta mindig lázba hozó déltengeri, vagyis a spanyol fennhatóság alatt álló Dél-Amerikával folytatandó kereskedelemre. 1687-ben egy sikeres kincsvadász-expedícióról visszatért angol hajó, amely egy csaknem fél évszázaddal korábban elsüllyedt spanyol gálya ezüstrakományát hozta fel a Karibi-tengerből, az expedíció finanszírozójának 5000 font profitot „termelt ki” minden 100 font befektetett tőke után.

Harley propagandagépezte, élén a kor két kiemelkedő s ekkor¹⁶ az ő szolgálatában álló publicistájával, a *Gulliver utazásai*, illetve a *Robinson Crusoe* majdani szerzőjével, akcióba lendült. A szakirodalom úgy tartja, hogy Harley volt az első brit politikus, aki felismerte és tudatosan alkalmazta a sajtót kormányzata politikájának népszerűsítésére (*Downie* [1979]). Defoe és Swift – egymást kiegészítve – ebben játszott kulcsszerepet, a politikai nemzet különböző rétegei és csoportjai számára megfogalmazott üzenetekkel, amelyek palettája a napi sárdobálástól a csiszolt esszéig terjedt. A South Sea Company ügye két további aktuális politikai kérdéssel függött össze: a közhitel állapotával és a békekötéssel.

Az előbbihez adott keretet Defoe másik írása, amelyben sajátosan elegyedtek a hitelt mint fikciót megelevenítő metaforák a technikai és politikai megállapításokkal. A hitel titokzatos természete ellenáll az analitikus elme erőfeszítéseinek: „olyasvalamiről beszélek, ami minden embert érdekel, de negyven közül alig akad egy, aki érti, és nem könnyű meghatározni vagy leírni. Ha valaki megpróbálja szavakban megmagyarázni, inkább maga is eltéved az erdőben, mintsem másokat kivezetne onnan ... olyan, mint a szél, amely arra fúj, amerre akar, halljuk a zúgását, de nem tudjuk, honnan jön és hová megy.

Olyan, mint a lélek a testben, anyagtalan és megfoghatatlan, sem nem mennyiség, sem nem minőség, nem köthető helyhez és időhöz, a legkönnyebb és legváltozóbb test a vilá-

¹⁴ „... a nagy zaj és lárma, amit ez ügyben csapnak, inkább fakad érdekekből, magáncélokból és pártviszályból, mintsem a köz érdekei iránti őszinte aggodalomból. S ha majd a nép higgadtan fogja értékelni az előző kormányt, amelyet most oly szorgosan feketítenek és rágalmoznak, úgy hiszem, látni fogják, hogy az nem alábbvaló akármelyik elődjénél, inkább követendő példa utódai számára, akik mostanában oly élesen elítélik működését.” (*Walpole* [1712] 19. o.) Saját számítása szerint a valódi adósság összege nyolc év alatt csupán 2,3 millió, azaz éves átlagban 300 ezer font volt, míg utódai egyetlen év alatt 2,7 millióval növelték ezt az összeget. (uo. 50–57. o.)

¹⁵ *The Journal to Stella*, 1710/11. február 18. <http://www.archive.org/stream/thejournalstella04208gut/4208.txt>.

¹⁶ Defoe már korábban is állt Harley szolgálatában, majd annak 1708-as bukása után szorgos és lojális propagandistája maradt a whig kormánynak, bár így jellemezte magát: „Gyűlölködő más oldalra állni, sohasem tettem ilyet életemben, sohasem tudnék őszintén bízni valakiben, aki ezt megtette.”

gon, sebesebb a fénynél, sem test sem lélek, sem nem látható, sem nem láthatatlan” (Defoe [1710b] 6–9. o.)

Mivel ezen az úton, a különböző metaforák és diskurzusok vegyítésével nem sikerült közelebb kerülni a hitel megértéséhez, Defoe az egyéni és közhitel működését vette szemügyre. A hitel az elhalasztott fizetés, amely életet ad a kereskedelemnek, olaj a kereknek, velő a csontban, vér az erekben, amelyet a fair és egyes üzlet, a pontos teljesítés, a szerződések és megállapodások tisztességes betartása hoz létre, és nővel észrevétlenül, röviden az általános becsületesség eredménye. A nemzeti vagy közhitel pedig nem a konkrét – és mégoly kitűnő – pénzügyminiszter személyétől függ, hanem a nemzet becsületétől, a kötelezettségek becsületes és pontos teljesítésétől. A korábbiakat a kor népszerű mechanikus analógiájával egészítve ki, Defoe az órát hozta példának. Miként a rugó hajtja az óra kerekeit, a nemzet órájának kerekeit nem a kincstárnok vagy a pénzügyminiszter, hanem az uralkodó és a parlament tartja mozgásban. A közhitel az alapok és adók és a reájuk felvett kölcsönök becsületes, igazságos és pontos kezelésének következménye. Ahol ezek járnak elől, a hitel mindig követi őket (Defoe [1710b] 15–17. o.).¹⁷

Az „ezüstoffolyó” – álom és valóság

A déltengeri kereskedelem Defoe-nak már korábban is szívügye volt, évek óta bombázta az uralkodót, a minisztereket és a közvéleményt az ennek fontosságát és rendkívüli előnyeit ecsetelő beadványaival és cikkeivel (III. Vilmosnál azt szorgalmazta, hogy egy flotta foglalja el Havannát, majd e bázisról kiindulva Anglia tegye rá a kezét az egész térség kereskedelmére). A közhitel helyreállítása éppúgy a hatalomra lépett kormány mérséklésétől és integritásától függ, mint ama kereskedelmi lehetőségek biztosítása, amelyeket a háború helyett immár a megkötendő békétől kellett várni. A békepárti sajtókampány keretében Defoe szenvedélyes szavakkal sürgette, hogy fejezzék be a költséges háborút, amely miatt a „kincstár kiürült, az adóbevételeket elzalogosították, s az egész királyság az uzsorások martaléka lett” (Defoe [1711] 5. o.). A békében megszerzendő kikötők és erősített kereskedelmi bázisok segítségével a déltengeri kereskedelem „lehet az egész brit kereskedelem legértékesebb és legnyereségesebb része, amely megéri a vállalkozás összes nehézségét, kockázatát és költségét... az ezüstoffolyó, amely idáig csak Spanyolországba és Franciaországba ömlött, ellenségeinket segítve, irányt változtathat, és a mi kereskedőinkhez áramolhat”. Swift sem fukarkodott a szavakkal: „A déltengeri kereskedelemről szóló törvény, amelyet ugyanez a nagy ember javasolt, akinek gondolatait mindig az ország üdve foglalkoztatja ..., ha jól valósítják meg, hatalmas előnyére lesz az országnak és örök dicsősége a jelenlegi parlamentnek” (Examiner, 44. 1711. június 7.). Defoe egy másik pamfletben azt boncolgatta, miért váltott ki olyan felzúdulást az államadósság finanszírozásának összekapcsolása a dél-amerikai kereskedelem ügyével: „ami nagyon szerencsétlen a nemzet számára, hogy ilyen zavart, vizzályt, lármát és pártoskodást okoz köztünk, nem a két dolog maga, hanem csupán az összekapcsolásuk, mert afelől nincs kétségem, hogy külön-külön készek lennénk mindkettőt felkarolni” (Defoe [1712] 27. o.). A sajtókampány írásai természetesen azt az álláspontot tükrözték, amelyet Harley az adott pillanatban a közvélemény valamely csoportja előtt kívánatosnak látott hangoztatni, függetlenül attól, hogy valódi szándékai és a titkos béketárgyalásokon kialakuló feltételek éppen mennyiben feleltek meg ennek, és attól is, hogy Defoe

¹⁷ A fiktív gazdagság különböző formáival: hitel, bankjegy, részvény és a regény mint fikció megjelenésével, és a kettő kapcsolataival a 18. században bőséges irodalom foglalkozik. Lásd többek között: Pocock [1975], Bacscheider [1981], Goede [2000], Poovey [2008], Sherman [1997].

vagy Swift tudott-e erről, és ha igen, mennyit. Nem ok nélkül ragasztották a politikusra a „trükkös Robin” csúfnevet, és ugyancsak nem ok nélkül írta róla a Londonba látogató Savoyai Jenő herceg: „fortélyosabbnak tartják, mint Angliában bárki más” (*Hoppit* [2000] 304. o.).

1711. szeptember 11-én létrejött a South Sea Company, amelynek kiváltságlevele az uralkodó (vagyis a kormány) számára tartotta fenn az első igazgatók kinevezését, ami eltért a Bank of England és az East India Company szabályozásától, ahol a részvényesek választották az igazgatókat, s ahol a toryk éppen ezekben a hetekben vallottak kudarcot, amikor jelöltjeiket nem sikerült bejuttatni az igazgatóságokba. A társaság névleges feje a kormányzó volt (ezt a tiszteletbeli posztot Harley magának tartotta fenn), igazgatói között számos politikai kinevezettel (így például St. John külügyminiszter, a későbbi Lord Bolingbroke),¹⁸ az említett választásokon hoppon maradt, pártjához közel álló kereskedőkkel és a Sword Blade Bank kulcsfiguráival. A politikai és pénzügyi terv sikeresnek bizonyult, Harley meg tudta szerezni a parlament és a közvélemény támogatását, főrendi címet (Earl of Oxford) kapott a királynőtől, egyebek között a „közhitel helyreállításáért”, megindultak a béketárgyalások, és megkezdődött a formailag önkéntes, gyakorlatilag kényszerű adósságcseré. Az átváltás névértéken történt, vagyis 100 font névértékű államadósságot lehetett becserélni azonos névértékű részvényre. Mint már láttuk, az adósság piaci értéke ekkor már 68 százalék körül volt (egy-egy tételknél 55 százalékig esett), tehát az átváltás mindaddig nyereségesnek bizonyult, amíg a South Sea Company részvényeinek árfolyama meghaladta ezt az értéket, márpedig ez a jegyzés két esztendeje alatt többnyire teljesült (lásd az *1. táblázatot*). 1713-ra a konverzió befejeződött, s a társaság évente két részletben fizette ki osztalékként a kormány által törlesztett 6 százalékos kamatot.

1. táblázat

A Bank of England, az East India Company és
a South Sea Company részvényárainak alakulása 1711–1716 (font)

	Bank of England	East India Company	South Sea Company
1711. december 31.	108,50	123,00	75,00
1712. december 31.	123,25	126,50	86,25
1713. december 31.	124,75	123,25	92,75
1714. december 17.	128,50	138,00	97,63
1715. december 31.	127,25	134,25	94,00
1716. december 31.	137,62	165,50	103,26

Forrás: European State Finance Database <http://esfdb.websites.bta.com/Default.aspx>.

A szakirodalom általában nem szentel különösebb figyelmet a South Sea Company 1719-ig tartó időszakának („a társaság korai évei érdektelenek” – írja egyébként korrekt összefoglalása végén Dale [2004] 50. o.), többnyire csak arról számol be, hogyan álltak át Blunt és társai a dinasztia- és hatalomváltás, I. György 1715-ös trónralépése idején. Pedig volna mire kérdezni. Lehetséges, hogy e hallgatás dramaturgiai okokból következik. Ha azt feszegetjük: miért nem reagált a piac érdemben az utrechti békére, valójában a buborék- és válságnarratívák századokra visszanyúló alapkérdését tesszük fel. Ugyanis azt kérdezzük: háromszáz évvel ezelőtt racionális befektetők vagy irracionális szenvedélyek domináltak-e a tőkepiacot? E kérdéssel pedig csak a történeti narratíva lezárásaként hatá-

¹⁸ A politikai összeköttetés fontossága a korabeli szokásoknak megfelelően nemcsak az igazgatók kiválasztásában játszott szerepet, hanem egészen a portásokig a társaság minden szintjén érvényesült, így választották ki például a társaság nyomdászát is Swift ajánlása nyomán.

sos előállni, idő előtti felvetése legalábbis méreteres dramaturgiai balfogás, mintha Csehov nevezetes puskája már az első felvonásban elsülne.

Amennyiben – összhangban *Carswell* [1993], *Dickson* [1967], *Sperling* [1962] stb. véleményével – azt feltételezzük, hogy a társaság üzleti terve, a deltengeri kereskedelem projektje „kezdettől fogva álságos volt”, létrehozói csak azok az előnyök érdekelték, amelyeket a hitelek és a kormányzati tranzakciók bonyolítása révén megszerezhettek, akkor az utrechti béke megkötésekor a piacnak jelentős árfolyameséssel kellett volna válaszolnia erre az eseményre.

A spanyol örökösödési háborút lezáró békeszerződés ugyanis nem váltotta valóra a dél-amerikai kereskedelmi lehetőségekről, kiváltságok, kikötők, esetleg gyarmatok megszerzéséről szövögetett merész álmokat. Noha Gibraltár ekkor került a brit korona uralma alá, a deltengeri kereskedelem vonatkozásában a szerződés csupán az *Asiento* jogát biztosította harminc évre Nagy-Britannia, azaz a South Sea Company számára. Ennek értelmében a társaság évente 4800 rabszolgát szállíthatott a spanyol gyarmatokra, továbbá egy kereskedelmi hajót küldhetett 500 tonna áruszállítmánnyal hét dél-amerikai kikötő valamelyikébe (ahol a vámosságok kívül az inkvizíció is ellenőrizni tudta őket). A tranzakciók profitjából a spanyol koronát 28,75 százalék illette meg, míg a rabszolgák esetében az első 4000 rabszolga után vámot kellett fizetni, a profit 10 százalékát ugyancsak a madridi kincstár kapta meg. V. Fülöp spanyol király külön gesztusa volt, hogy Anna angol királynő (vagyis a South Sea Company) az első évben még két kereskedelmi hajót küldhetett a spanyol gyarmatokra.

A béke súlyos politikai vihart váltott ki, a whigek árulást kiáltottak, s Harleynek csak 12 új lord kineveztetésével sikerült a szerződést a felsőházon áterlytetni. Ha a részvényárfolyamok az első látszatra „közel tökéletes tőkepiacon” (*Carruthers* [1996]) minden hozzáférhető információt tükröztek, és ha a piaci szereplők racionális befektetőként viselkedtek, akkor a piaci vihar sem maradhatott volna el: az optimista várakozások meghiúsulásának híreire az árfolyamnak legalábbis illet volna jelentős volatilitással reagálnia. A rendelkezésre álló adatok azonban azt mutatják, hogy a szóban forgó időszakban a South Sea Company árfolyam-változásai korrelálnak a Bank of England és az East India Company részvényárainak változásaival, noha a South Sea Company árainak változékonysága nagyobb. Az 1712. évi adatokat elemezve, *Carruthers* a South Sea Company nagyobb volatilitását arra vezeti vissza, hogy az „újonnan alapított és bizonytalan kereskedelmi kilátásokkal rendelkező cég volt a legkockázatosabb”. Ennek némileg ellentmondva a Bank of England és a South Sea Company árai közötti pozitív korrelációt azzal magyarázza, hogy mindkét óriás „közvetlenül kötődött a kormányzati pénzügyekhez, míg az East India Company kereskedő társaság volt” (*Carruthers* [1996] 173. o.). Így azonban nehéz más álláspontra kilyukadni, mint amelyet J. Sperling 1962-ben, még a hatékony pénzügyi piacok elméletének fellépése előtt fogalmazott meg: a piac alapvetően fix kamatozású kötvénynek tekintette a South Sea Company részvényét, és nem számított a rabszolga-kereskedés remélt profitja vagy beszűkült lehetősége. „A pénzügyi közösség a tőkeértékelést a kincstár által fizetett 6 százalékos járadékra alapozta ... a kereskedelmi profitot helyesen nullára árazta be”. Hogyan lesznek e józan közösség tagjai hat esztendővel később, amikor az éppen esedékes brit–spanyol konfliktus kilátástalanná teszi a társaság kereskedelmi tevékenységét, az angol történelem legnagyobb spekulációjának lázas megszállottjai – „erre csak a moralista tud válaszolni... az emberi haszonlesés és kapzsiság örök voltával” (*Sperling* [1962] 16., 27. o.).

Milyen más lehetőségek vannak a magyarázatra? Anne L. Murphy 2009-ben megjelent, kiváló könyve, amely a deltengeri buborék *előtti* időszakban vizsgálja a brit pénzügyi piacok működését, ezt az esetet nem tárgyalja ugyan, de hasznos támpontokkal szolgál.

Közömbösek voltak-e a befektetők a hírek iránt? Aligha. Az információ megszerzése ebben a korban nem volt könnyű, a hiteleseké különösen nem, de a fontosságukkal a ko-

rabeli befektetők tökéletesen tisztában voltak. Az árfolyamok hírzékenységet számos konkrét példa bizonyítja: 1694. augusztus és november között az East India Company részvénye 77 és 98 font között ingadozott, attól függően, hogy milyen hírek érkeztek a társaság hajóinak sikeres visszatéréséről, illetve hajótöréséről. A 1697-es rijswijki béke megkötésének idején a Bank of England árfolyama két hét alatt 60 fontról 98 fontra nőtt. 1712 májusában négy nap alatt mindhárom nagy cég részvényárai szignifikánsan nőttek a küszöbön álló utrechti béke hírére. A hamis hírek keltése egy város elestéről vagy ellenséges csapatok partszállásáról és az így elérhető árfolyamnyereség bezsebelése éppúgy ismeretes taktika volt, mint a magas állású és hasznos tudás birtokában lévő urak megvesztegetése. Így ajánlott például a Vereenigde Oost-Indische Compagnie (VOC, a holland kelet-indiai társaság) néhány részvényese „tisztas javadalmazást” egy diplomatának, „ha a legjobb és első kézből származó információval (intelligence) látná el őket, ami a kereskedés számára hasznos volna”. (*Murphy A. L.* [2009] 128. o.) Joseph de la Vega, az első „tőzsdeszakkönyv” szerzőjének megállapítása szerint az amszterdami tőzsde árváltozásainak „három oka van: az indiai viszonyok, az európai politika és a börze véleménye” (*Vega* [1919] 41. o.).¹⁹

A befektetők pedig a korabeli definíció szerint árérzékenyek voltak: „a tőzsdei spekulánsok azok, akik különböző áron adják és veszik ugyanazon tőkéhez tartozó részvényeket, hogy profitot szerezzenek”. (*Houghton* [1692–1703] 1694. július 13.) A piac kibővülése, az új társaságok és instrumentumok megjelenése és a befektetői kör kiszélesedése nyomán valószínűleg nőtt a tőzsdei spekulánsok szerepe. Ugyanakkor az ellenkező hatás is érvényesült: a jövedelmek növekedésével, az életkilátások javulásával egyre többen léphettek a piacra azokból a társadalmi csoportokból, akik számára az állandó és megbízható jövedelem, a hátramaradókra (özvegy, kiskorú gyermekek) is gondolva fontosabb volt, mint az esetleges (*windfall*) profit, ezért a „vásárolj és tartsd” stratégiát követve, nem reagáltak aktívan a hírek, árfolyamok és osztlékok változására. Röviden tehát annyit lehet mondani, hogy a spekuláció és a kockázatkerülő magatartás a korai modern pénzügyi piacon egyaránt jelen volt, ezért nem illeszkedik rá a minden árfolyamkülönbségre reagáló racionális befektető kizárólagos hipotézise (*Murphy A. L.* [2009] 200. o.). Mi volt a helyzet a South Sea Company esetében, miként válaszolnak erre történetének különböző narratívái? A kérdésre a tanulmány befejező részében térünk vissza, addig akasszuk a helyére az idő előtt próbálövésre használt fegyvert.

Oxford earljének mesterfogása, a Bank of England és az East India Company mintájára létrehozott hibrid, amely egyszerre volt vetélytársa és ellensúlya²⁰ az előzőknek, s hozzájuk hasonlóan egyszerre volt kereskedő magántársaság és az állami adósság kezelője, az adósságkezelést illetően sikertörténet lett, de üzleti kilátásai és eredményei nem igazolták a merész várakozásokat. Ebben az irodalom egyetért,²¹ kivétel csak Helen Paul 2011-es friss monográfiája, amely a kliometria és a viselkedési pénzügytan eredményeire hivatkozva próbálja meg rehabilitálni a South Sea Companyt és vezetőit. Noha érveit számos vonatkozásban nem tartom meggyőzőnek, esetenként tudományosan komolyan vehetőknél sem, de a dél-amerikai kereskedelem megítélésében egy ponton igaza lehet.

¹⁹ Szükséges hangsúlyozni, hogy itt egyes árfolyamokról van szó. Ettől még lehetséges, hogy hasonlóan *Cutler–Poterba–Summers* [1989] következtetéséhez, miszerint a nyilvános hírek az S&P tőzsdeindex változásának kevesebb mint a felét képesek magyarázni 1945 után, a korai modern tőzsdék elemzése is ilyen eredményt hozna, bár nekem az ellenkezője tűnik valószínűbbnek.

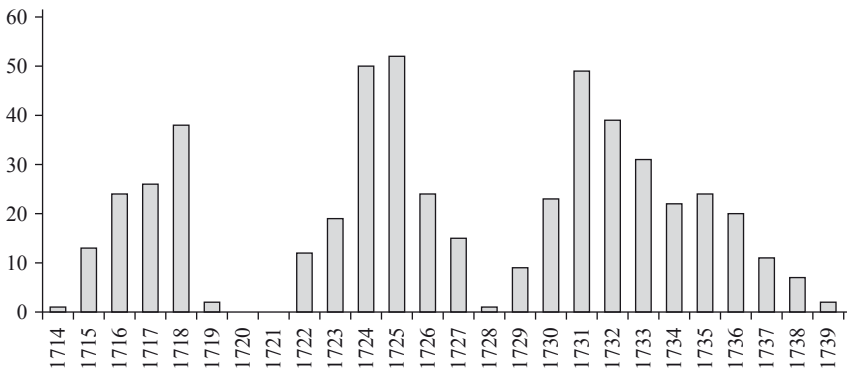
²⁰ Harley ügyelt arra, hogy a South Sea Companyt létrehozó törvény megnyugtassa a Bank of Englandot, megerősítve a részvénytársasági alapon működő bank monopóliumát.

²¹ „Sohasem lett világos, hogyan fog folyni ez a kereskedelem és mivel fognak kereskedni. ... A mesés lehetőségeket gyorsan beszűkítették a spanyol kormány által kikényszerített ár- és mennyiségi korlátozások. A társaság pénzügyi óriás volt, amelyet az *Asiento* szerződés kötött béklyóba.” (*Neal* [1990] 52–53. o.)

Ha a South Sea Company irányítói kezdettől fogva csalók és szélhámosok voltak – ahogy *Carswell* [1993] erkölcsi példázatként is előadott narratívája tekinti őket –, akkor nehéz megmagyarázni, miért akartak felszerelni és útnak indítani 1712 nyarán egy negyven kereskedelmi és húsz hadihajóból álló expedíciós flottát négyszáz katonával, miért vásároltak rakománynak jelentős árukészletet, amely azután nagyrészt tönkrement a raktárakban. Azt kellene hinnünk, hogy Blunt, Caswall és a többiek egyszerre voltak minden hájjal megkent ravasz spekulánsok és a kormány hiszékeny balekjai. A rabszolga-kereskedésről rendelkezésre álló adatok (a rabszolgák száma, az ugyanezen hajókon szállított más legális és illegális rakomány értékesítése, a viszonylag alacsony halálozási ráta) mellett szólnak, hogy a társaság vezetői „érdekeltek és kompetensek voltak” a dél-tengeri kereskedelem megszervezésében és fenntartásában, ami az 1720-as év eseményei után is folytatódott (*Paul* [2011] 59–65. o., [2009b]).

1. ábra

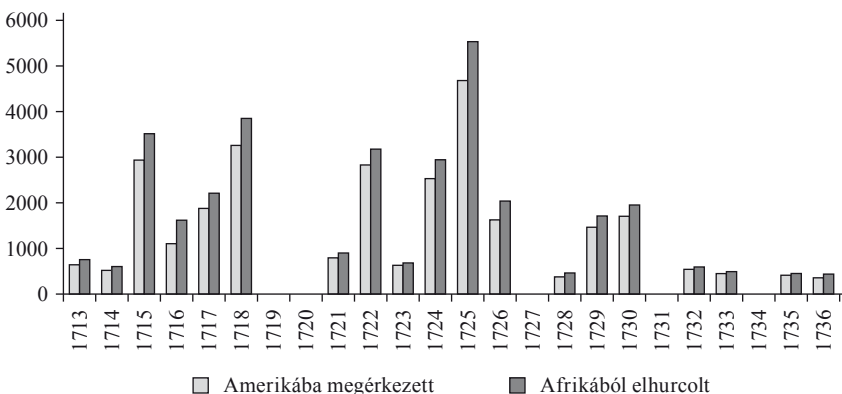
A spanyol gyarmatokra érkezett, a South Sea Company rabszolgáit szállító hajók száma



Forrás: *Paul* [2009b].

2. ábra

A South Sea Company által Afrikából elhurcolt és Amerikába megérkezett rabszolgák száma



Forrás: *Paul* [2009b].

Hasonlóképpen lehet értelmezni a társaság részvényeseinek felháborodását, amikor 1714-ben a kormány képviselői azzal az igénnyel álltak elő, hogy a rabszolga-kereskedelem jogáért annak hasznából 22,5 százalék Anna királynő civillistáját gyarapítsa, nem beszélve egy rejtélyes pénzügyi tanácsadó számára kikötött 7,5 százalékról. A társaság közgyűlésén a részvényesek közel egyharmada arra szavazott, hogy ilyen feltételek mellett ne folytassák a kereskedelmet, ami arra mutat, hogy nem voltak közömbösek az innen várt profit és osztalék iránt (érvelésük szerint ilyen feltételek mellett a kereskedelem bizonyosan veszteséges lenne). Abban azonban igaza van Carswellnek, hogy ez a – nem csak mai szemmel mérhetetlenül gyalázatos és visszataszító – emberkereskedelem sem volumenében, sem eléggé bizonytalan profitjában nem lett volna elegendő a 9 milliós alaptőkéjű társaság működésének, a részvényesek osztalékának biztosítására. Ezt csak az az 568 ezer font tette lehetővé, amit a kincstár évente a közvetett adókból a társaságnak fizetett.

Az emberkereskedelem profitja

A South Sea Company által bonyolított rabszolga-kereskedelem veszteségességének feltevése elég régi keletű. Smith így írt erről: „Az első üzlet, amelyben részt vett, az volt, hogy négerekkel látta el spanyol Nyugat-Indiát, amire (az utrechti békével számára biztosított úgynevezett *Asiento* szerződés következtében) kizárólagos kiváltságot kapott. Mivel azonban úgy vélték, hogy ettől az üzlettől nem várható nagy profit – tekintve, hogy azok a portugál és francia társaságok, amelyek ezt a kiváltságot előttük ugyanilyen feltételekkel élvezték, tönkrementek benne –, kárpótlásul megengedték, hogy közvetlen kereskedelem céljából minden évben egy meghatározott rakománnyal megtöltött hajót küldhessen spanyol Nyugat-Indiába. Abból a tíz útból, amelyet ezzel az évi hajójáráttal lebonyolíthatott, állítólag hozott egy számottevő nyereséget, a Royal Caroline 1731-ben, s szinte az összes többi többé-kevésbé veszteséges volt.” (Smith [1976] Vol. II. 745 o.) A South Sea Company által lebonyolított kereskedelem eltörpült a karibi térséggel folytatott kereskedelemhez képest; a nagyságrendeket érzékelteti, hogy 1710 és 1720 között a karibi ültetvényekre szállított rabszolgák száma 15-ször nagyobb volt, mint a spanyol Amerikába szállítottaké: 160 859 és 10 323,²² s egyedül a jamaikai rabszolga-kereskedelem évi 200 ezer font bevételt hozott, ha hihetünk Carswell forrás nélküli adatának (Carswell [1993] 40. o.). Az elszámolás, a spanyol királynak a békeszerződés szerint járó részesedés évtizedeken át vitákat okozott: a madridi kincstár szerint a South Sea Company nem fizetett, az angolok természetesen ennek ellenkezőjét állították (Anes [2002]). A modern irodalomban többen úgy vélekednek, hogy a rabszolga-kereskedelem a társaság számára veszteséges volt, a legális árukereskedelem és a csempészés hozott hasznot, de az utóbbi természetesen csak a résztvevők számára (Sperling [1962], Dale [2004]). Dale az előbbi nyereségét 1714 és 1718 között évi 20 ezer fontra becsüli. Arra azonban egyik szerző sem ad magyarázatot, miért folytattak hosszú időn át egy veszteséges tevékenységet. C. Palmer a South Sea Company későbbi, 1731 és 1736 közötti adatait elemezve, arra a következtetésre jut, hogy – bár a dokumentáció hiányos, adatai nem túl megbízhatók –, „a rabszolga-kereskedelem profitja több mint jónak volt nevezhető. Igaz, e profit inkább látszat volt, mint valóság, mert a társaságnak járó pénz jó részét nem lehetett behajtani. De a South Sea Company – nem úgy, mint a Royal African Company – sohasem panaszkodott arról, hogy a rabszolga-kereskedelem elviselhetetlen pénzügyi terhet jelentett volna” (Palmer [1981] 155. o.) Hasonlóan foglal állást K. Morgan is, mondván, hogy a South Sea Company profitja 1714 és 1736 között valószínűleg nagyobb volt, mint a Royal

²² Voyages: the trans-Atlantic slave trade database. <http://www.slavevoyages.org/tast/database/search.faces>.

African Company 6-7 százalékos profitja a század második felében. Bár hozzáteszi: „az 1750 előtti brit rabszolga-kereskedelem profija nem mutat világos trendet”, a forrásanyag pedig nem elegendő a további vizsgálódáshoz (*Morgan* [2000] 41. o.).

Egy adósságcsere anatómiája

1714 júliusában Harley kegyvesztett lett, majd néhány nap múlva Anna királynő meghalt. A protestáns trónutódlást szabályozó törvénynek megfelelően a hannoveri választófejedelem lépett I. György néven az angol trónra. Ez egyszersmind azt is jelentette, hogy a Stuart-dinasztia isteni jogát meg nem tagadó, a jakobita felkelésekkel kapcsolatba került vagy hozott tory párt jó fél évszázadra kiszorult a hatalomból. Az elődeivel szinte pontosan azonos mértékű, 9 millió fontos fedezetlen államadósságot maga után hagyó Harleyt főbenjáró vádakkal a Towerbe küldték, Bolingbroke Párizsba menekült. A börtönből már korábban kiszabadult és bosszút esküvő Walpole, aki a vele történt „barbár igazságtalanságot csupán egy párt rosszakaratának” tudta be, visszatért a hatalmi pozíciókért immár egymással harcoló whig oligarchák élvonalába: először az előző kormány felelősségét vizsgáló titkos bizottság elnöke lett, majd 1715–1717 között pénzügyminiszter. A hatalomra került whigek számos intézkedéssel igyekeztek hosszú távú uralmukat biztosítani: hét évre emelték a parlamenti ciklus hosszát, és korlátozni akarták az új főrendek kinevezésének jogát, hogy a Lordok Házában megőrizték a whig oligarchia túlsúlyát.

A South Sea Company sietett kimutatni lojalitását az új uralkodó iránt: a következő igazgatóság megválasztásakor a legtöbb prominens tory eltűnt a tagok közül, és helyükre többnyire semleges üzletemberek kerültek be (az eredeti igazgatósági tagok közül Blunt, Caswall és Sawbridge, a Sword Blade Company vezetői megőrizték pozíciójukat), a társaság kormányzója pedig a trónörökös lett. Ennyi azonban nem volt elegendő, az új kormány gyakorlati tetteket is várt ellenfelei korábbi támogatóitól, és meg is kapta ezeket. A társaság lemondott kétévnyi kamatköveteléséről, amellyel a kormányzat tartozott neki, és ennek fejében további 1 millió fonttal növelhette alaptőkéjét, amely így elérte a 10 millió fontot (a részvényesek osztalék helyett további részvényeket kaptak). 1718-ban újabb változásokra került sor a társaság irányításában annak nyomán, hogy az előző évben súlyos viszály robbant ki a király és fia, a walesi herceg között, és a herceget támogató Walpole és politikai barátai kiszorultak a kormányból. A társaságot névlegesen irányító kormányzó tiszteit ekkor maga I. György király vette át, a Walpole köréhez tartozó politikusokat pedig nem választották be az igazgatóságba. Utoljára, de nem utolsósorban: 1718-ban került sor a formális hadüzenetre Anglia – pontosabban a négyes szövetség (Anglia, Franciaország, Ausztria és Hollandia) – Spanyolország elleni háborújában, ami ismét lehetetlenné tette, hogy a társaság újonnan felszerelt hajói (az elsőt a Royal Prince, a másodikat a Royal George névre keresztelték, követve az udvari politika fordulatait) útra kelhessenek Dél-Amerika felé.

A whig kormányzat pénzügyminiszterei számára továbbra is súlyos gondot okozott az államadósság kezelése, amely 1714-ben 36 millió font volt (azaz elérte a becsült GDP 58 százalékát), az adósságszolgálat pedig 3 millió font, ami a költségvetési bevételek 56 százalékát kötötte le.²³ I. György király 1717. február 20-án a parlamenthez intézett trónbeszédében sürgette az államadósság csökkentését: „az általános várakozás az, hogy

²³ A különböző források eltérő adatokat közölnek: *Dickson* [1967] 40, *Roseveare* [1991] 48 millió fontban adja meg a teljes adósság összegét, *Mitchell* [1990] adata, amelyet idézek, ennél kevesebb, aminek magyarázatára itt nincs mód kitérni. Az adósságráta adatai becslésen alapulnak, s csak a nagyságrendet érzékeltetik (<http://www.ukpublicspending.co.uk/index.php>).

fordítsák figyelmüket valamely módszerre, amellyel csökkenthető a nemzet adósságának mértéke” (*Parliamentary...* [1797] I. 510. o.). Különböző lépésekre került sor, többek között létrehoztak egy törlesztési alapot, és alacsonyabb kamatozásúra konvertálták a Bank of Englanddel és a South Sea Companyval szemben fennálló kötelezettségeket. Ezek azonban csak részsikerek maradt, bár a piac visszaigazolta őket: a kamatcsökkenés ellenére a kormányzati adósság árfolyama meghaladta annak névértékét. Az adósságszolgálat továbbra is súlyos teher volt a kincstár számára, de a járadékokat idő előtt visszaváltani csak a tulajdonosok egyetértésével lehetett. E hosszú lejáratú járadékok, amelyeket a különböző időpontokban szervezett sorsjátékok keretében bocsátottak ki, s amelyek tőkét ugyan nem kellett visszafizetni, de ezek – mint például a már említett 1710-es 1,5 millió fontos kölcsön – esetében a kibocsátáskori 9 százalékos kamatot garantálták 32 esztendőre. E probléma kezelésére dolgozott ki és valósított meg 1719-ben a kincstár és a South Sea Company egy újabb adósságkonverziós megoldást. Ennek létrejöttéhez nagyon komoly ösztönzést adott az a látványos és a brit politika szempontjából félelmetes siker, amelyet a pillanatnyi szövetséges státusa dacára legnagyobb ellenfél Franciaország látszott elérni az államadósság terhének megszüntetésében, megvalósítva egy Londonban jól ismert és fontos kapcsolatokkal rendelkező skót emigráns – a rá kiszabott halálos ítélet végrehajtása előtt a kontinensre szökött John Law – javaslatait. Noha a South Sea Company története számtalan ponton összefonódik azzal a másik történettel, melynek során Law nemcsak az államadósság felszámolását próbálta meg Franciaországban, hanem a demonetizálást is, az arany és ezüst felváltását a papírpénzzel – nincs itt terünk arra, hogy ezt akár érintőlegesen is szemügyre vegyük.²⁴ Egyetlen idézettel kell beérnünk. A párizsi brit követ, Earl of Stair – aki korábban igyekezett skót földjét beajánlani kormányának: „nem lenne hasznunkra egy ilyen ember, hogy tervet dolgozzon ki a nemzeti adósság törlesztésére?” – ekkor már azzal riogatott, hogy Law tervének sikere esetén „Franciaország egy csapásra megszabadul adósságaitól, a francia király hatalmas jövedelem és korlátlan hitel ura lesz”, és így minden tőkét Párizsba vonzva, „kedve szerint teheti tönkre Anglia és Hollandia kereskedelmét, a Bank of Englandet és az East India Companyt.” (*Balen* [2003] 51–60. o.)

Az 1719-es adósságcsere alapsémája a következő volt: a társaság új részvényeket bocsátott ki, amelyeket névértékben lehetett becserélni a hosszú lejáratú járadékokra. Az évi törlesztés 135 ezer fontos terhet 11 és fél éves futamidővel tőkésítették, amit még megfejelettek a késedelmes adósságszolgálat összegével és a kormánzatnak nyújtott több mint 700 ezres újabb kölcsönrel. A teljes összeg 2,5 millió fontra rúgott, ami azt is jelentette, hogy 100 százalékos átváltás esetén a társaság alaptőkéje 12,5 millió fontra nőtt volna. Noha az akció sikere mérsékeltebb maradt, az újabb Stuart-párti felkelésről és annak totális kudarcáról szóló igaz és hamis hírek által mozgatott piacon a konverzió aránya körülbelül 70 százalékos lett, de az adósságcserevel látszólag mindenki jól járt. A járadéktulajdonosok ugyan 1150 font jelenérték alapján válhatták át a korabeli értékelés szerint 1400 fontot érő évi 100 fontos járadékaikat, de ezt a 18 százalékos elméleti veszteséget nemcsak a jóval nagyobb likviditás kompenzálta, hanem a társasági részvények árfolyama is: a konverzió meghirdetésekor 112–117 között mozgott, 1719 végén már 128 százalékon állt. A kincstár közvetlen adósságszolgálati terhe pedig az 1,5 millió font után 9 százalékról 5 százalékra csökkent. A siker kulcsa természetesen az árfolyamok alakulása volt, a tranzakció csak azért tűnhetett mindenki számára előnyösnek, mert az árfolyamok meghaladták a névértéket és emelkedtek.

²⁴ A South Sea Company történetei már kezdetől fogva párhuzamosan tárgyalták a párizsi és londoni eseményeket. Law legjobb modern monográfusa, Antoin Murphy is ezt követi (*Murphy, A. E.* [1997], lásd még a Cantillonról szóló könyvét (*Murphy, A. E.* [1986])).

„Árverésre bocsátották a nemzetet”

1719 novemberében György király megismételte az adósságsökkentésre vonatkozó intelmét a parlamentben („a leghatározottabban azt kívánom, hogy gondolkozzanak minden alkalmas eszközön, amivel csökkenthető a nemzet adóssága”), ami mindig egyetértésre talált az alsóházi padokban ülő vidéki birtokosok között, függetlenül attól, hogy éppen a tory vagy whig pártot támogatták. A South Sea Company tényleges vezetői ennek nyomán december elején különböző javaslatokról kezdtek tárgyalni a kormány illetékeseivel, köztük elsősorban John Aislabie-val és az idősebb John Craggsszel, a pénzügyek és a posta irányítóival, akik egyszersemind a kormányzat gazdasági szakértői is voltak.²⁵ Blunt és társai első javaslata, amely Law Mississippi társaságának mintájára egyetlen óriási monopoltársaságba helyezte volna az egész államadósságot, beleértve a Bank of England (3,4 millió) és az East India Company (3,2 millió) tulajdonában lévő is, de ebben a formájában hamarosan lekerült a napirendről, mert a két társaságnak elegendő befolyása volt ahhoz, hogy megakadályozza a teljes kiszorításukra irányuló tervet. A következő javaslatban ezért már „csak” az a 31 millió fontos összeg szerepelt, amelyet a különböző kategóriájú – a kincstár által egyoldalúan visszaváltható (16 millió font évi 4 és 5 százalékos kamattal), valamint csak a tulajdonos által beváltható hosszú lejáratú (99 és 96 éves) és „rövid lejáratra” (32 évre) kibocsátott – adósságok eltérő módon számított tőkésítésének eredményeként határoztak meg. A hosszú lejáratúak jelenértékét 20 éves időtartammal és 5 százalékos kamattal állapították meg, míg a többi 14 évvel és 6 százalékkal, így ezek összege 15 millió font lett.

Összefoglalva a javaslat lényegét: az államadósság minden tulajdonosa átválthatja értékpapírját a South Sea Company részvényeire, s ezért a társaság azonnal 1,5 millió fontot fizet a kormánynak, további maximum 1,6 milliót pedig az adósságkonverzió arányában. Az átváltott államadósságért a kincstár alacsonyabb kamatot fizet a társaságnak, mint amennyit az eredeti tulajdonosok számára kellett volna. Aislabie 1720. január 22-én a parlamentben ismertette a javaslatot, amely rendkívüli előnyöket ígért a kormány és a nemzet számára: a kamatok csökkennek, az adósság éves terhe közel annyival lesz kevesebb, mint amennyit Nagy-Britannia az állandó hadsereg fenntartására költ, a kincstár egyszeri jelentős bevételhez jut, és a miniszter számítása szerint 25 éven belül végbemegy a teljes államadósság törlesztése. A javaslatot először meglepetés fogadta (leszámítva persze a megfelelő hírek birtokában spekuláló, már „beavatott” minisztereket és képviselőket), de rövid csend után megkezdődött az ellentámadás. A Bank of England ügyét szívükön viselő honatyák úgy érveltek, jóllehet egyetértenek azzal, hogy „addig nem nevezhetjük magunkat igazán nemzetnek, amíg a nemzeti adósságot nem számoltuk fel”, s ezért minden javaslat üdvözlendő, amely ezt célozza, de mindenkinek lehetőséget kell adni ilyen javaslat tételére, nemcsak a South Sea Company-nak, „hogy a köz a lehető legjobb alkut érhesse el”. A vita eredményeként a Bank is lehetőséget kapott arra, hogy ajánlatot tegyen, a miniszter pedig arra próbálta rábeszélni Bluntot és kollégáit, hogy osszák meg az üzletet riválisaikkal, amire Blunt gögösen azt válaszolta: „Nem, uram! Soha nem fogjuk a gyermekket feldarabolni!”²⁶ Megkezdődött az a többfordulós alku, amelyet Aislabie később úgy jellemezett: „árverésre bocsátották a nemzetet” (Aislabie [1721] 11. o.)

A Bank of England végső ajánlata maximum 5,6 millió fontot kínált az adósság átengedéséért teljes konverzió esetén, 4 százalékos kamatot 1724-től kezdődően, valamint

²⁵ Aislabie 1719 decemberében két részletben 22 ezer fontnyi déltengeri részvényre tett szert, ezt azonban állítása szerint még a tárgyalások megkezdése előtt vásárolta készpénzért, majd a végső ajánlat benyújtásakor eladta. Ha valóban így járt el, a nyeresége ekkor csupán másfél ezer font körül lehetett (2008. évi áron ez több mint 200 000), ami mind összegében, mind arányában eltérően a későbbiekhez képest.

²⁶ Aislabie számolt be erről a Lordok Háza előtt 1721-ben a South Sea Company ügyében folytatott vizsgálat során (*Parliamentary history* [1742] III. köt. 174. o.).

minden 100 font évi járadék cseréjéért 1700 font névértékű banki részvényre (ekkor az árfolyam 150 volt, vagyis a tőkésítés 25,5 éves futamidőt jelentett volna). A South Sea Company végső ajánlata 4 milliót kínált a kincstárnak, ami teljes konverzió esetén 7,6 millióra nőtt, de nem tartalmazott semmiféle konkrétumot a részvények és az adósságot képviselő értékpapírok közötti átváltási arányról. Itt álljunk meg egy pillanatra: ez azt jelentette, hogy a kincstár az államadósság fejében hatalmas egyszeri bevételhez jut, amelynek összege magasabb, mint a korona *teljes évi* adóbevétele, ami 1719-ben 6 millió fontra rúgott.²⁷ A parlament elfogadta a társaság ajánlatát, és a kormányra bízta a szükséges törvényjavaslat kidolgozását. A részvényárfolyam február első hetében, amikor ez a döntés megszületett, 129-ről 170-re ugrott. Mire a 35 oldalas törvényszöveg április 7-én a három olvasatból álló alsóházi vitán és a Lordok Házán túljutva, királyi jóváhagyásra került, az árfolyam már 320-on állt.

Addig azonban történt egy s más. Blunt és társai nem bízták ügyüket egyedül a számok és a szavak erejére, biztosítani akarták a parlamenti vita és a szavazások eredményét, és ki akarták védeni a Bank of England utolsó ellentámadását, s a javaslat támogatói is igényt tartottak ügybuzgalmuk elismerésére. „Amint hasonló esetekben szokásos ilyen társaságoknál, egy bizottság feladata lett arról gondoskodni, hogy *a törvény megfeleljen a javaslatnak*” – írta a társaság titkos történetét leleplező ismeretlen szerző, és sietve hozzátette: „de ez nem azt akarta jelenteni, hogy minden eszközzel, beleértve a vesztegetést is”.²⁸ Robert Knight, a társaság pénztárosa zöld könyvébe jegyezte be mindazok nevét és az összegeket, akik részvényeket kaptak a társaságtól aktuális piaci vagy ahhoz közelinek mondott árfolyamon. Az ügylet fiktív volt, a részvények átadása nem történt meg (a szükséges mennyiség ekkor nem is állt a társaság rendelkezésére), és fizetni sem kellett értük, a tranzakció lényegét a visszavásárlási opció adta: a társaság bármely későbbi időpontban kész volt „visszavásárolni” ezeket a részvényeket tényleges piaci áron, készpénzben megfizetve az árfolyam növekedéséből származó profitot. Aislabe 30 ezer font értékű részvényt „vett” 130-as árfolyamon, amikor a piaci ár 180-on állt, vagyis már a „vásárlás” napján tízezer font ütötte volna a markát. De nem csak kormánytagok, főrendek és képviselők jutottak ilyen lehetőséghez, mert az egyik miniszter meggyőzte a társaság irányítóit arról, hogy előnyös volna barátokat szerezni a király szűkebb környezetében, így Kendall hercegnője (eredeti nevén Melusine von der Schulenburg), a király szeretője és a másik kegyencnő, Darlington grófnője (Sophie von Kielmansegg) is hasonló feltételekkel kerültek be Knight zöld könyvébe. A korrupció, amelynek teljes körét a későbbi parlamenti vizsgálat sem tudta mindenestül feltárni, de dokumentált összegét 1,25 millió fontban állapította meg, súlyos érv abban a kortársi narratívában és a történeti rekonstrukcióban, amely az adósságkonverziót eleve rosszhiszemű csalásként ábrázolta és ábrázolja.

William Scott véleménye szerint „elképzeltetlen, hogy a kormány azon tagjai, akiknek voltak pénzügyi tapasztalataik, ne látták volna annak veszélyeit, ha a társaság szabad kezet kap” (*Scott* [1910–1912] 315. o.), s így csak a parlament megvásárlása magyarázhatja a törvényjavaslat sima elfogadását. Garber viszont arra figyelmeztet, hogy bár „ez a vesztegetés kétes fénybe állítja a történetet, önmagában nem jele a rá következő csalásnak. E korszakban a vesztegetés megszokott gyakorlat volt, ha egy társaság elnököket akart szerezni a parlamenttől, amely képes volt minden nyereséges vállalkozás megakadályozására, ha a képviselők nem kapták meg belőle a részüket.” (*Garber* [2000] 112. o.) A két narratíva ütközőpontja a becsérélendő értékpapírok és a kibocsátandó részvények közötti

²⁷ *Mitchell* [1990] 575. o., O’Brien-Hunt adatai az European State Financial Database-ban <http://esfdb.websites.bta.com/table.aspx?resourceid=12030>.

²⁸ A Secret history of the South Sea Scheme kéziratát John Toland iratai között találták meg és adták ki 1726-ban, bennfentes szerzője vélhetően a South Sea Company valamelyik, Blunttal és társaival szembeforduló igazgatója lehetett (*Toland* [1726] 410. o.).

átváltási arány meghatározatlansága: az egyik álláspont szerint – miként arra Scott idézett mondata is rámutat – az, hogy a törvény nem írt elő meghatározott átváltási arányt, olyan bűnös felelőtlenséget, az adósságcsere sémájának végzetes kettősségét jelentette, amiből eleve következett a buborék felfúvódása és kipukkanása. A másik vélemény nem tartja ezt perdöntő körülménynak. Szükséges megjegyezni, hogy e két álláspont hívei nem a racionális–irracionális tengely mentén oszlanak meg, vagyis az első álláspontot képviseli olyan szerző is, aki a buborékot racionális befektetői magatartás következményeként ábrázolja (*Neal* [1990]), míg a második mellett érvel *Dale* [2004], aki szerint a történet a pénzügyi piac és a befektetői magatartás irracionális voltát szemlélteti.

E kérdés már a törvénytervezet korabeli parlamenti, publicisztikai és kávéházi (ahol egyszersmind a tranzakciók jó része is megkötött) vitáiban sok vizet kavart. Walpole, aki a Bank of England javaslata mellett szállt síkra, de közben maga is üzletelt a South Sea Company részvényeivel, nem az adósságcsere sémáját tekintette problematikusnak – „Mr. Walpole üdvözölte a tervet és ésszerűnek tartotta azt”²⁹ –, de határozottan az átváltási arány rögzítése mellett kardoskodott. Míg a kommentárok és feldolgozások többségében ennek mellőzésében látta és látja a terv alapvető hibáját és bűnös rosszhiszeműségét,³⁰ Dale viszont úgy érvel, hogy ez nem tekinthető a buborék kialakulását előidéző sajátos oknak. Valójában ez csak a tökenyerességben való érdekeltséget jelentette, s nem volt a részvénykibocsátás egyedi jellemvonása, noha lehetővé tette a társaság vezetésének, hogy az új részvényjegyzésekből fedezze a megnövelt osztalékot, vagyis a befektetőket saját tőkéjükből fizessék ki, amit a 20. században piramisjátékként vagy Ponzi-sémaként szokás emlegetni. A valódi hiba éppen az volt, hogy a kormánynak fizetendő összeg az új részvények kibocsátásától függött, ez pedig attól, mennyire volt a névérték felett az aktuális árfolyam, de az ezt alátámasztó profit iránti várakozásra semmi nem adott okot. Egy korabeli példával: ha a piaci kamatláb 4 százalékos és az árfolyam 200 százalékos, akkor 8 százalékos profitot kell kitermelni, ami a teljes 40 millióra vetítve 3,2 millió, amire részben fedezetet a kormányzat által fizetendő 5 százalékos kamat, de továbbra fennmarad 1,2 millió, amire a korábban ismertett kereskedelmi tevékenység nem nyújt elegendő forrást. Vagyis ezt a profitot csak a jegyzett tőkéből lehet kifizetni a részvényeseknek vagy – miként az történt is – újabb részvényekkel.

A törvény szentesítése után egy héttel I. György király, a South Sea Company főkormányzója meglátogatta a társaság székházát, és 100 ezer fontot fizetett be az első részvényjegyzés keretében. Pontosabban csak az első részletet, mivel a jegyzés feltételeként neki is, mint bárki másnak, csupán az összeg 20 százalékat kellett befizetnie, a többi nyolc részletben kéthavonta. Azt pedig csak nagyon kevesen tudhatták biztosan, milyen diszkonttal jutott őfelsége a pakettjéhez, mert az erre vonatkozó iratokat az ügyletet bonyolító Aislabie pénzügyminiszter lemondásakor átadta a királynak, és erről a későbbi vizsgálatok során sem esett szó.³¹

²⁹ Így jegyezte fel Thomas Brodrick angol-ír whig parlamenti képviselő, aki kezdettől fogva az adósságcsere egyik heves kritikusává vált, s aki hozzászólásával 1720 januárjában kierősakolta, hogy a parlament ne csak egyetlen ajánlattal foglalkozzon (*Carswell* [1993] 110. o., *Balen* [2003] 81. o.).

³⁰ „Az érték további növekedése a valódi tőkén felül csupán képzelt; a közönséges aritmetika szabályai szerint egy meg egy soha nem lesz egyenlő három és féllal; következőképp az összes fiktív érték veszteség lesz valaki számára, akár az első, akár az utolsó legyen is. Az egyetlen mód ezt megakadályozni: idejekorán kell mindent eladni, és hadd vigye az ördög az utolsó.” Ez a sokszor idézett szöveg a két javaslat körül folyó pamfletháborúban született, természetesen a Bank of England támogatására (*Trenchard* [1720] 10–11. o.). A már idézettek mellett lásd például *Anderson* [1764], *Plumb* [1956] stb.

³¹ Ha Aislabie jelentése igaz, akkor júniusban a második befizetés idején (amire a miniszter szerint a civilistán nem volt fedezet) a királynak már csak 40 ezer font kötelezettsége volt, az első 20 ezres befizetését 60 ezerként vették számításba. Ehhez jött még az árfolyam-emelkedés nyeresége, és így a király 106 ezer fontot kapott júniusban (*Carswell* [1993] 256–261. o.).

Akárhogyan is, az első jegyzés sikere látványos volt: a 2 milliós kibocsátást 300 fontos árfolyamon 250 ezer fonttal túljegyezték, s a közgyűlés felhatalmazta az igazgatókat arra, hogy az így befolyó összegből kölcsönt nyújtsanak a következő részvénykibocsátás elősegítésére, biztosítékként fogadva el részvényeket. Ez azért is indokoltnak látszott, mert április második felében számosan készpénzre váltották addigi árfolyamnyereségüket (így Carswell szerint Newton, a királyi pénzverde igazgatója, aki már 1713-ban rendelkezett 2500 font értékű részvénnel, április 19-én adott el akkori részvénytárcájából egy 3000 fontos darabot, jócskán megduplázva eredeti befektetését),³² és az árfolyam 300 alá esett (Carswell [1993] 108. o.). Az új kibocsátás feltételei még kedvezőbbek voltak: az 1 milliós részvényesomag jegyzésekor a 400 százalékos árfolyamon megvásárolt részvény névértékének 10 százalékát kellett kifizetni készpénzben, a többit kilenc részletben 3, illetve 4 hónapos intervallumokban. A siker felülmúlta az előzőt, a túljegyzés ezúttal 500 ezer fontra rúgott. A két jegyzés nyomán ténylegesen befolyt összeg megközelítette a 2 millió fontot, a teljes várható bevétel – feltéve, hogy a részvényesek teljesítik kötelezettségüket – két év alatt 12,75 millió fontra rúgott, ami bőségesen elegendő lett volna a társaság összes kötelezettségét fedezni, beleértve a kormányzatnak fizetendő összegeket, a felvett kölcsönök visszafizetését és az esetleges további veszteségeket (Dale [2004] 104. o.).

Ilyen előzmények után került sor az adósságcsere meghirdetésére. Az államadósságot megtestesítő évjáradékok tulajdonosainak jelentkezniük kellett, hogy elfogadják a tulajdonukban lévő kötelezvények cseréjét a South Sea Company részvényeire, „olyan időpontban és olyan áron és feltételekkel, amelyeket a Társaság majd meghatároz”. Noha ez nyilvánvalóan kiszolgáltatott helyzetet jelentett (amit csak az enyhített, hogy a feltételek meghirdetése után a tulajdonosok egy hétig visszaléphettek a cserétől), a gyors tempóban emelkedő részvényárak eufóriája nyomán a tulajdonosok zöme elfogadta az ajánlott feltételeket. A hosszú lejáratú adósságok tőkésítése 32 éves futamidőn történt, a rövideké 17 évesen (az év elején a piacon a hosszú lejáratúakat 24–25 éves futamidőt számolva lehetett értékesíteni, a rövideket 14 éven), az átváltás 375-ös részvényárfolyamon történt. Figyelembe véve az átváltás további feltételeit, az mindaddig nyereséges volt, amíg a részvények ára 260 fölött maradt, bár a nyereség azonnali besöprésére nem adtak lehetőséget: az így bekövetkező árfolyamesést megakadályozandó, a részvények tényleges kibocsátása és tulajdonba adása csak decemberben lett esedékes, ami persze nem zárta ki a határidős piacon történő adásvételt. A piac pedig eufóriában volt: május 20-án az árfolyam 400-on állt, május 31-én 600-on, június 4-én pedig 800-on: két hét alatt minden részvénytulajdonos pakettjének értéke megduplázódott.

Az árfolyamok szárnyalása azonban nem korlátozódott a South Sea Company részvényeire, ha nem is ebben a mértékben, de a Bank of England és az East India Company árfolyamai is felíveltek: az első a január 1-jei 150,25-ről június 23-ára³³ 270-ig emelkedett, a második pedig 128-ról 395-re. Még látványosabb volt a korabeli óriások mellett törpének számító Royal African Company diadalútja: 24-ről 170-re, ami 600 százalékos(!) emelkedést jelentett. Az új alapítású társaságok némelyike pedig még ezt is felülmúlta. Amint Edward Harley³⁴ írta június 25-én bátyjának, Oxford grófjának, aki tíz évvel korábban őt is beültette a South Sea Company első igazgatói közé: „Ezt a helyet teljesen hatalmába kerítette a tőzsdei spekuláció démona. Ez tölti meg mindenki szívét, nyelvét és gondolatait, a jelenlegi hangulat az örültek házáé, ami minden pártot hatalmába kerített: whigeiket, torykat, jakobitákat, pápistákat és az összes szektát. Senki sem elégszik meg a mégoly elké-

³² A történet részleteit és ellentmondásait lásd később A szeszélyes csillagok, a sokaság ostobasága és a pénzverde igazgatója című alfejezetben.

³³ A South Sea Company június 22-én két hónapra lezárta könyveit a tranzakciók és az osztalék könyvelése miatt.

³⁴ Parlamenti képviselő volt és évtizedeken át a kincstár auditora.

pesztő nyereségekkel, hanem mindenki még többre szomjazik, és mindez a papiros hitelen (*paper credit*) alapul, amelyet csak a képzelet támogat. Mindez annyira túlfeszített, hogy nem titok: Franciaországnak és Hollandiának hatalmában áll, hogy az utolsó shillinget is elszívja Angliából. Ha ez a végzetes óra bekövetkezne, ami minden valószínűség szerint meg fog történni, nincs az a földrengés, amely borzalmasabb megrázkódtatással járna.” (*Portland* [1899] Vol. 5. 599. o.) A brit kereskedelem történetét megíró Adam Anderson soraiból, aki ekkor a South Sea Company tisztviselője volt, érezni a döbbenetet: nyár közepén az összes társaság teljes részvényértéke (vagyis a kapitalizáció) 500 millió fontra volt tehető, „vagy másként az ötszöröse volt egész Európa teljes készpénzállományának”³⁵ (*Anderson* [1790] III. köt. 330. o.).

Egy buborék mind felett³⁶

„1720-ban Anglia és a hozzá tartozó domíniumok lakói eszüket veszítették ... összes gazdagságukat és javaikat külföldiek és idegenek kezére adták. Ebben az évben az Angol Királyságot nagyszámú riasztó szörnyeteg lepte el, amelyek szokatlan természettel, különös alakkal és rettentően kártékony hajlamokkal rendelkeztek; az emberek *buborékoknak* nevezték őket.” (*Battle of the ...* [1720] 3–4. o.)

Mint a *The Battle of Bubbles* című korabeli pamflet idézett sorai tanúsítják: nem csak a meglévő társaságok és részvényeseik számára látszott eljönni a Kánaán; ez volt az új társaságok alapításának aranykora is, ami mindmáig nélkülözhetetlen és hatásos elemként épül be a South Sea Company történetét kollektív örületként ábrázoló elbeszélésekbe. Ahogy Mackay írta: „minden este és minden reggel új elképzelések és tervek születtek ... egyik megtevesztőbb és képtelenebb volt, mint a másik ... úgy számolták, hogy közel másfél millió font volt a nyereség és a veszteség, amit ezek a sötét mesterkedések okoztak, nyomorba döntve sok bolondot és gazdaggá téve számos gazfickót” (*Mackay* [1852] 54. o.). Mivel forrása *Anderson* [1790] leírása és listája volt, aki pedig a törvény mellékletét használta, ezért ő is tisztában volt vele, hogy a korabeli újságokban meghirdetett társaságok némelyike „csupán viccnek volt szánva”. Így például az, amely meghirdette, hogy „egy új módszerrel forgácsból és fűrészporból mindenféle méretű deszkát és lécet fog készíteni”, s ehhez másfél milliós tőkét kívánt összegyűjteni, de *Anderson* egyik példája Mackay feldolgozásában örökzöld slágerré vált. Eszerint a legarcátlanabb és legképtelenebb vállalkozást ismeretlen kiagyalója úgy hirdette meg, hogy az „egy nagy haszonnal járó vállalkozást fog végrehajtani, azonban senki sem tudhatja, mi az”. Ha nem volna számos hitelt érdemlő tanúja, nem is lehetne elhinni – írta *Mackay* [1852] (47. o.) –, hogy bárkit bolonddá lehet tenni effajta tervvel. A prospektus szerint 5000 részvény kerül kibocsátásra, 100 fontos értékben, és 100 font lesz az éves osztalék, ehhez csupán 2 fontot kell azonnal megfizetni. Másnap reggel 9 órakor százak tolongtak a megjelölt hely előtt, s mire délután lezárult a jegyzés, 1000 részvényre fizették be az előleget. Emberünk így öt óra alatt 2000 fontra tett szert (mai áron ez 276 ezer fontnak, jövedelemben kifejezve viszont több mint 3 milliónak felel meg) „és elég bölcs volt ahhoz, hogy ennyivel megelégedjen és még aznap este útra keljen a kontinensre. Soha többé nem hallottak róla.” (Uo.) Noha *Carswell* [1993] monográfiája már jelezte, hogy a korabeli forrásokban a történet így nem található

³⁵ Az angol részvénytársaságok száma 1695-ben 93, teljes kapitalizációja 4 millió font volt, 1717-ben 21 társaság létezett 20 millió fontos tőkeértékkel. *Anderson* „adata” vélhetően a jegyzésre meghirdetett tőke és a legmagasabb árfolyamok értékén alapul, s ekként fogadta el *Scott* [1910–1912] (Vol. I. 419. o.) is.

³⁶ Kissé szabad, de a lényegét illetően hű fordítás a korabeli pamfletből: „A very Bubble... the cause of All Bubbles”.

meg,³⁷ az emberi hiszékenység és gátlástalanság e frappáns példája azóta nem hiányozhat az emberi butaság antológiáiból, de a komoly bank- és válságtörténetekből sem.³⁸ A buborékvállalkozások pontos listájának összeállítására azóta is gondot okoz, hiszen az ekkor meghirdetett vállalkozások között egyaránt szerepel máig létező biztosítótársaság (Royal Exchange Assurance), tucatnyi halászati cég, vas- és acélgyártást, selyemhernyók nevelését, a tengervíz sótalanítását, London utcáinak takarítását és kövezését, a nemi betegségek jobb gyógyítását, az örökmozgó kerék megvalósítását stb. célzó projekt. Álmódzás, csalás, invenció és gúnyolódás egyaránt jelen volt ezekben a tervekben, s a listát kitálalt tételekkel színesítő korabeli szatíra ma másként hat, mint a kortársak olvasatában, az ipari forradalom előtt. „Ötszázezer font automaták, vagyis egyes személyeket London és Westminster utcáin és más kövezett helyeken szállító kocsik építésére, amelyeknek nincs szükségük négylábú vontató erőre ... Az automaták kiagyalója egy repülő szerkezeten is dolgozik, amelynek megjelenését hamarosan várhatjuk a levegőben.” (*Battle of the ...* [1720] 26. o.) Mielőtt azonban e projektek újabb milliókat söpörhettek volna be, a parlament közbelépett: 1720 februárjában már létrehozott egy bizottságot a társaságok alapítása és az engedélyek felhasználása körüli helyzet vizsgálatára. A bizottság javaslatot dolgozott ki „számos szertelen és igazolhatatlan tevékenység korlátozására”. A június 11-én szentesített törvény, amelynek kezdeményezői és megfogalmazói szorosan kapcsolódtak a South Sea Companyhoz, megtiltotta, hogy parlamenti vagy királyi hozzájárulás nélkül részvénytársaságokat lehessen alapítani, és minden részletében érvénytelenítette az utolsó két évben „a közjó hamis látszatával létrehozott veszélyes projektek” összes aktusát.

Bár a modern interpretációk némelyike a 19. század óta csak buboréktörvénynek (*Bubble Act*) nevezett törvényt a járadékvadászat példajaként értelmezi, mert szerintük ezzel a parlament saját engedélyezési monopóliumát védte egy belépési korlát felállításával, a történelmi tények ezt nem igazolják.³⁹ A törvény valódi szándékát inkább a South Sea Company igazgatóinak ama meggyőződésében lehet keresni, hogy ezek a projektek „akadályozzák a társaság részvényei értékének növekedését”, s ezért a társaság valamennyi igazgatójának, aki a parlamentben is helyet foglalt, feladatává tette, hogy kísérje figyelemmel a javaslatot, és szerezzon érvényt a társaság érdekeinek. A törvényhozási siker nem is maradt el, s azon a napon, amikor I. György szentesítette a törvényt, így búcsúzott a parlamenttől: „Az a jó alap, amit önök ezen az ülészen a nemzeti adósság megfizetéséhez leraktak, és a nagy részének visszafizetése anélkül, hogy a köz bizalma megrendült volna, reményem szerint egyre inkább erősíteni fogja az egységet, amit összes alattvalóm között látni kívánok, barátságunkat pedig még értékesebbé teszi minden külföldi hatalom számára.” (I. György beszéde 1719. június 11-én, lásd *Parliamentary history* [1742b].) Ugyanaznap tették közzé a királyi kegy kitüntetettjeinek névsorát: két új herceg és hét más főrend mellett nemesi rangot (baronet) kapott John Blunt, a kenti cipész fia, a South Sea Company spiritus rectora, „azokért a rendkívüli szolgálataiért, amelyekkel a közhitelt eddig nem ismert magasságba emelte”.

A törvénybe nem kerültek bele azok a javaslatok, amelyek meg akarták akadályozni a határidős ügyleteket, előírva a részvények tulajdonban tartásának minimális idejét és a részvénykönyvi bejegyzést. Vitatott kérdés, hogy a „buboréktörvény” járt-e, s ha igen,

³⁷ 1720. május 21-én a Daily Postban megjelent egy hirdetés, amely hírül adta, hogy néhány napon belül az Exchange Alley egyik kávéházában megnyitják a könyveket egy új társaság jegyzéséhez. Ez 6 millió fontot kíván gyűjteni „egy olyan vállalkozáshoz, amely előnyösebb Nagy-Britannia számára, és biztosabb profitot hoz a vállalkozók számára, mint bármely már létező vállalat”. További tájékoztatást a későbbi lapszámokban ígértek (vö. *Carswell* [1993] 129. o.)

³⁸ *Galbraith* [1995] (48. o.) Kindlebergertől vette át, Kindleberger ([1996] 72. o.) idézte Andréades [1924]-t (133. o.), aki idézte *Mackay* [1852]-t és *Francis* [1847]-t (70–71. o.), aki idézte *Mackay* első kiadását 1841-ből.

³⁹ Lásd részletesen *Harris* [1994], [1997].

milyen rövid távú hatással. Scott szerint két csatornába terelte a tőkét: egyrészt a South Sea Company piacát erősítette tovább, másrészt azokat az új társaságokat, amelyek meglévő engedélyek, joghézagok, formai átalakulások stb. révén továbbra is bíztak a fennmaradásban. „A »buboréktörvény« ahelyett, hogy gátat vetett volna a spekulatív vállalkozásoknak, csupán arra szolgált, hogy ez néhány kedvező vállalkozásba összpontosuljon.” (Scott [1910–1912] I. 417. o.) A kérdés mai kutatója szerint az új alapítások elleni fellépés nem volt jól kiszámított akció a South Sea Company igazgatói részéről, bár ők álltak mögötte, és piaci hatása nagyon korlátozott maradt, szemben más, a piacot korábban és később szabályozni kívánó törvényekkel, „és még a spekulatív beruházások sem szűntek meg elfogadása után” (Harris [1994]).

A törvényt kidolgozó bizottság egyik tagja, a kincstár államtitkára C. Stanhope (a kormány élén álló Earl of Stanhope unokaöccse) ugyanezen a napon váltotta be azt a két részvénycsomagot, amelyet még a bizottság megalakítása idején fogadott el – ahogy Carswell [1993] írja – „némi hezitálás után”. A részvénycsomag, amely akkor nem is állt rendelkezésre, valójában persze opció volt, s jöllehet a feldolgozások eltérő részleteket adnak meg,⁴⁰ de az így szerzett bevételt, körülbelül 250 ezer fontot illetően adataik egybevágnak. Az összeget a Blunt és társai eredeti vállalkozásaként működő Sword Blade Banknál más néven vezetett számlán írták jóvá, majd a társaság könyvelésében tollkással kivakarták Stanhope nevét, és azt Stangate-ra javították. Ha így volt, miként a későbbi vizsgálatok során elhangzott vallomások állították, akkor valószínűleg ez lehetett a South Sea Company történetének legnagyobb összegű vesztegetési tranzakciója. A legnagyobb, de persze csak az egyik a sok közül. Aislabe pénzügyminiszter is jelentős profitot tett zsebre, de nehéz kihallgatáson próbálta meggyőzni elutazása előtt a királyt, aki minden évben a számára sokkal kedvesebb hannoveri választófejedelemségben töltötte a nyári és őszi hónapokat, hogy az első részvényjegyzésből származó nyereségét ne fektesse teljes egészében újra a South Sea Company részvényeibe, „mivel a részvények árát az emberek örülete túlságosan magasra hajtotta, és ezért lehetetlen, hogy ott maradjon” (Carswell [1993] 132. o.). Végül I. György belement abba, hogy az új részvényjegyzésen kívül a 106 ezer font nyereség egy részét biztos kincstári adósságba investálja, de ragaszkodott ahhoz, hogy a nagyobb részt, 60 ezer fontot újra részvényekbe fektessék.

Mások is úgy érezték, hogy ideje kiszállni: Sarah, a súlyos beteg Marlborough herceg felesége, Anna királynő idején az udvar és a politika egyik fő szereplője, jobb érzékkel döntött, mint a király. A *Weekly Journal* május 28-i híradása szerint kettőjük 27 ezer fontos részvénycsomagja értékesítéskor 100 ezres nyereséget hozott, amiből semmit nem hagyott a South Sea részvényeiben.⁴¹ Az irodalom gyakran idézi (Cowles [1960] 135. o., Balen [2003] 108. o.) ezzel összefüggésben a hercegnő levelét: „minden halandó, akinek van józan esze, vagy ért valamit a számokhoz, látja, hogy semmilyen mesterkedéssel vagy trükkel nem lehet sokáig fenntartani 400 millió font papiros hitelt 15 millió font fémpénzzel. Ezért azt gondolom, hogy ez a projekt hamarosan szétpukkad és semmivé válik.” (Idézi: Churchill [2002] II. köt. 1033. o.) Csak az a bökkenő, hogy a levél másfél hónappal később, augusztus 12-én kelt, azon a napon, amikor a South Sea Company közzétette a má-

⁴⁰ Carswell szerint a márciusi opció 60 ezer font részvényről szólt, amelynek értéke 250 font feletti árfolyamnál pontonként 500 fonttal nőtt, 270 felett pedig további 100 fonttal, így Stanhope júniusban 250 ezer fontot söpörhett be, Dale viszont azt írja, hogy 200 fiktív részvényt kapott 250-es értéken, amit három hónappal később 750-es árfolyamon váltott be, ez 250 ezer fontot jelentett. (Carswell [1993] 97. és 175. o., illetve Dale [2004] 150. o.) John Castaing egykorú adatai szerint az árfolyam június 4-én, 7-én és 15-én pontosan 750 volt (lásd *The European State Finance Database*, <http://esfdb.websites.bta.com/>).

⁴¹ Lásd *Original Weekly Journal*, 1720. május 28. és V. Cowles, aki azonban tévesen a Daily Postot jelöli meg (Cowles [1960] 135. o.). Az ilyen híradások lényegesek, mert ezekből következtethetünk arra, hogy a korabeli piac milyen csatornákon és mennyire megbízható információkhoz jutott. Lásd erről Dale [2004] (7–19. o.) és Murphy, A. L. [2009] 89–136. o. Plumb azt írja, hogy ez a levél augusztus 12-én kelt (Plumb [1956] 300–301. o.).

sodik adósságcserre feltételeit. Bár nyilvánvaló, hogy a hercegnő véleménye nem változott a közben eltelt idő alatt, a piaci helyzet azonban igen. Hasonlóan cselekedett egy másik, sokkal kevésbé ismert nagybefektető is: Thomas Guy, egyes leírások szerint Anglia egyik legfukarabb embere, aki bibliákat és imádságos könyveket adott ki, s aki már az 1711-es adósságcserre idején jelentős vagyont halmozott fel különböző kincstári kötelezvényekből. Ő 54 ezer fontos részvénycsomaggal rendelkezett, s április végétől kezdve kis csomagokban folyamatosan adta el az egész állományt, nem zavartatva magát a piaci hegyemenettől, s így tett szert 234 ezer font bevételre.

Voltak-e a hercegnőnek vagy az éltes nyomdásznak és könyvkereskedőnek bennfentes információi, vagy csak az óvatosság készítette őket arra, hogy szembemenjenek a csordaszellemmel? Ez a történeti források alapján aligha eldönthető kérdés a közgazdasági elemzés számára kulcsfontosságú, mert a válasz fontos érv abban a vitában, amely a különböző interpretációk között folyik. Ha bennfentes információk alapján döntöttek, akkor a részvényárak felfűvódása értelmezhető racionális buborékként, mert az információs aszimmetria miatt a többi befektető számára az áremelkedés a piaci fundamentumok újraértékelését jelentette az adósságváltás mint sikeres pénzügyi innováció eredményeként (Neal [1990] 111–112. o.). Ha nem rendelkeztek ilyenekkel, akkor eggyel több okunk van hitelt adni azoknak a véleményeknek, hogy irracionális eufória kerítette hatalmába a piaci szereplőket. E kérdéssel a tanulmányban később foglalkozom részletesen, ezért itt csak annyit kockáztatok meg: bár kapcsolataik révén juthattak belső információkhoz, ennek valószínűsége igen csekély (különösen, ha arra gondolunk, hogy az ilyen információkat Aislabe, akinek mindenkinél jobb esélye volt ezekhez hozzájutni, eltitkolta volna a király elől, miközben a további részvényvásárlásról próbálta lebeszélni). Ráadásul, ahogy később szintén látni fogjuk: a South Sea Company kilátásai körül élénk polémia folyt a korabeli nyilvánosságban, a parlament egyik tagja folyamatosan bombázta a közvéleményt azokkal az írásaival és számításaival, amelyek figyelmeztettek: „nincs reális alapja a South Sea Company-részvények magas árának jelenleg sem, még kevésbé a jövőben vártak, és az az örület, amely most uralkodik, nem maradhat fenn sokáig” (Hutcheson [1720] 4. o.).

„Ha a világ megőrül, nekünk is utánaoznunk kell”

A mondattöredék ismerősen hangzik, mintha a 2008 előtti boom valamelyik főszereplőjét idéznénk, s valóban számos hasonló megjegyzés hangzott el akkoriban,⁴² de a forrás most egy londoni bankár, John Martin 1720 nyaráról, amikor 500 font erejéig beszállt a South Sea Company harmadik részvényjegyzési akciójába (Carswell [1993] 133. o., vö. Chancellor [1999]). Június 17-én nyílt meg a harmadik részvényjegyzés, amely 5 millió font névértékű csomagot hirdetett meg 1000 fontos árfolyamon, igen vonzó feltételekkel: 10 százalékos első befizetést követően félévenként kellett a továbbiakat befizetni, de az első határidejét 1721 júliusra tolták ki, ezzel kompenzálva a befektetőket azért a különbözetért, amit az aktuális piaci árfolyam – a 750 font – felett vállaltak megfizetni.

Ezekben a hetekben a londoni sajtó, amely a közönségért folytatott piaci versenyben gyakran adott teret álhíreknek és vad túlzásoknak is, arról tudósította olvasóit, hogy több mint 200 új hintó jelent meg London utcáin, de még így is hiány volt belőlük, hogy a zsebtolvajok két hét alatt több mint 8 ezer fontot emeltek ki az Exchange Alley-n tolongó emberek zsebéből, hogy a Bank of Englandot akkora tömeg rohanta meg a részvényjegyzés-

⁴² C. Prince, a Citigroup vezérigazgatója nyilatkozta 2007 júliusában, a *subprime* válság előestéjén: „Amikor megáll a zene, vagyis nincs likviditás, akkor a dolog bonyolult lesz. De amíg szól a zene, fel kell pattannod és táncolnod kell. Mi táncolunk.” *Financial Times*, 2007. július 9.

hez szükséges tranzakciók lebonyolításakor, hogy az udvaron kellett asztalokat felállítani, mert az irodák túl szűknek bizonyultak, hogy Londonban és környékén az ingatlanárak az égbe szöktek (a járadék 20-szorosáról 50-szeresére), hogy az Exchange Alley olyan volt, „mintha valamennyi örült egyszerre szökött volna meg a bolondokházából” (Wilson [1941] 122. o.), hogy a kereskedés leállt, a Temzén tucatjával vesztegelnek az eladásra váró hajók, mert mindenki csak a részvénytulajdonosi szerepével tölti idejét (Balen [2003]).

A jegyzés feltételei valóban meghökkentők voltak, hiszen ez 50 milliós készpénzáramot jelentett volna a következő öt évben, nem beszélve a kilátásba helyezett bőkezű osztalék forrásáról. Abban, hogy a jegyzés ezen az áron sikeres volt, több fontos tényező is szerepet játszott: azok a kölcsönök, amelyekkel a részvényjegyzést támogatták (nem beszélve a korábbiakban is hatásos saját részvényvásárlásról), valamint a külső konjunktúra hatása. De figyelemre méltó vonás volt az is, hogy ez a jegyzés csupán korlátozottan nyílt meg a közönséges befektetők számára (akik azt rövid idő alatt lejegyezték); a részvények 80 százalékát azok szerezhették meg, akiknek neve felkerült az igazgatók által összeállított listákra. „Ezek a listák a legrészletesebb dokumentumok, amelyek rendelkezésre állnak a South Sea valamely akciójáról, és úgy festenek, mint a korabeli Britannia címjegyzéke.” (Carswell [1993] 132. o.) Szerepelt a király (Aislabie sógora neve alatt), a Lordok Házának fele és még több alsóházi tag. A kormányba frissen visszatért Walpole sem maradt ki ezúttal a körből, bár szerényen csak 65 ezer font erejéig biztosított részvényeket a maga és érdekkörébe tartozók számára, és a walesi herceget is meggyőzte e befektetés előnyéről, aki nem sokkal azelőtt kényszerült visszalépni egy buboréktársaság kormányzói tisztéből. Ingenyrészvények juttatására ekkor már nem került sor, nem lévén szükség a kormányzat és a törvényhozás jóindulatának ismételt megvásárlására.

Mi indukálta ezt az újabb akciót, és mihez kezdtek a South Sea Company vezetői a befolyó hatalmas summával? Mivel Blunt és a többiek – szemben a Párizsban ekkor éppen az általa felpörgetett inflációt visszafogni próbáló John Law-val – nem rendelkeztek a bankjegykibocsátás eszközével, a konjunktúra fenntartásában csak a társaság bevételeire számíthattak. Noha a későbbi vizsgálatok igyekeztek tisztázni, mekkora összegekkel támogatta a társaság vezetése a konjunktúrát, ennek időbeli megoszlása nem világos. Dale azt feltételezi, hogy április közepétől június közepéig a társaság körülbelül 8,1 milliós forrásra tett szert (benne a kincstártól kapott 1 millió értékű kincstári váltóval), ebből 4,5 milliót kölcsönzött részvényekre és részvény-előjegyzésekre (*subscription receipt*), amelyek önállóan is forogtak a piacon, 2,6 milliót kellett kifizetni az adósságonkonverzióval kapcsolatban, 1 millió pedig az opciós részvények, vagyis a vesztegetések költsége volt. Hozzá kell tenni, hogy a South Sea Company számára az alapítólevél nem engedélyezte a banki tevékenységeket, ezért a kölcsönöket a Sword Blade Bankon keresztül folyósították, amelyben a társaság ötlete megszületett, és amelyet ekkor is Blunt, Caswall és társaik irányítottak.

A harmadik jegyzésnél az előjegyzések kiadását elhalasztották, ami nem akadályozta meg, hogy az elismervények is forgalomba kerüljenek (van olyan forrás, amely szerint az előjegyzések közel egyhatoda azonnal gazdát cserélt, még hozzá készpénzért). Ez a mozzanat fontos szerepet játszik azokban a narratívákban, amelyek sötét összeesküvés-ként (*South Sea cabal* – írja Dale is, akárcsak az egykorú szövegek) beszélnek el a történetet, a középpontban Blunt démonivá növesztett figurájával (Dale [2004] 101. o.). Így a már idézett *Secret History* szerzője szerint Appius (azaz Blunt) ezzel is gátat akart vetni mások piacra lépésének, sőt csak azért utazott el Londonból egy földőhelyre, hogy „megtévessze a többi igazgatót és biztosabban eltitkolja előlük saját részvényei eladását” (Toland [1726] 432. o.). Az állítást a modern feldolgozások többsége átvesszi, annál is inkább, hisz Blunt gyors meggazdagodása csábítóvá teszi a párhuzamot „a South Sea Companyt irányító igazgató és a mai üzleti mágnások között, akiket erőteljes ösztönzők készítetnek arra, hogy rövid távon maximalizálják cégük részvényárfolyamát, s így nagy profittal hívassák le

opcióikat. A dotcomfellendülés oly sok társasági igazgatójához hasonlóan Blunt is sikeresen adott el közel a piaci csúcshoz, a mezei befektetőkre hagyva a bekövetkező összeomlás költségét.” (Dale [2004] 98. o.) Ezek szerint Bluntnak tudnia vagy legalábbis sejténie kellett, hogy a buborék hamarosan kipukkad, vagyis minden lépése rosszhiszemű volt, így a befolyó összegek java részének gyors visszaforgatása is. Június második felében a társaság további 3 millió fontot kölcsönzött saját részvényeire és előjegyzéseire.

Nehéz megítélni, pontosan milyen hatásuk volt az árfolyamok alakulására a párizsi fejleményeknek. Dickson [1967] klasszikus tanulmánya azt állította, hogy a részvények ár-emelkedésének két markáns periódusában, március és május második felében a külföldi befektetők fontos szerepet játszottak. Először, amikor a francia és más külföldi spekuláció nagyobb lehetőséget látott Londonban, és egyre bizonytalanabbnak érezte a John Law által hol betiltott, hol újra megnyitott párizsi piac kilátásait. Másodszor pedig, bár a korábinál jóval nagyobb mértékben jelentek meg a holland befektetők, de ekkor már a társaság által adott kölcsönök is mozgatták a folyamatokat. A harmadik alkalommal már ez utóbbi volt a döntő. Neal Párizs, London, Amszterdam és Hamburg árfolyamainak ökonometriai elemzése alapján úgy véli, hogy Law rendszerének minden szakaszban meghatározó szerepe volt: a kezdettől a spekulatív fellendülésen át a növekvő likviditásszükén keresztül a végső összeomlásig és az elhúzódó helyreállításig (Neal [1990] 72. o.). Míg az első két jegyzés „az adott időben megfelelő lépés volt”, és az adósságváltás vártnál kedvezőbb feltételeivel ösztönözte a gyorsan növekvő befektetői kört a piaci részvételre, elosztatva a bizonytalanságot a South Sea részvény „piaci fundamentumát” illetően, a harmadik részvényjegyzés, amely inkább a tömegmagatartás következménye, mint Blunt és társai a részvételt korlátozó machinációinak eredménye, hiba volt. „Elsősorban azért volt hiba, mert a magas ár, amelyet a részvényekért kértek, s amely esetleg arra irányult, hogy elriassza a tömeget a részvételtől, visszafelé sült el azzal, hogy 5 milliót vont ki a már túlfeszített piacról.” (Uo. 109. o.) A londoni piacon hitelszűke kezdődött, s ezt nem tudta ellensúlyozni a befolyó összegek mégoly gyors kikölcsönzése sem.

A harmadik részvényjegyzés utáni időszakról beszámoló leírások ellentmondásos képet festenek. Az egyik oldalon a nyári uborkaszезon képét: a politikai elit java elhagyta Londont: ki a király után ment Hannoverbe, ki – a társaság irányítóihoz hasonlóan – vidékre régi vagy ekkor megszerzett új birtokára. A piac sem mutatta a drámai fordulat jeleit, bár ennek egyértelmű megítélését megnehezíti az a tény, hogy szemben a megelőző és későbbi adatokkal, a június 22. és augusztus 23. közötti adatsor határidős árakat jelentett. Mint már említettük, ebben az időszokban a társaság lezárta a könyveket, a részvények átruházását nem lehetett bejegyeztetni, ezért nem egyértelmű, hogy a korábbi és későbbi azonnali (spot) árakhoz képest ezek az árak milyen határidős felárat (*forward premium*) tartalmaztak. Tovább bonyolítja az adatok összehasonlíthatóságát az osztalék beszámítása, mivel az első három részvényjegyzés befektetői már az első részlet alapján jogosultak voltak osztalékra, (míg más társaságoknál ez csak a teljes kifizetéskor vált esedékessé) és az, hogy az ákról nem mindig derül ki, milyen határidős ügyletre is vonatkoznak. Az elismervények későbbi kiadása nyomán voltak azonnali fizetésre és későbbi átruházásra vonatkozó kontraktusok és olyanok, amelyek ennek egyidejű lebonyolításában állapodtak meg, ezért az adatok összevetése sok bizonytalanságot tartalmaz, ráadásul a modern feldolgozások rendkívül különbözően ítélik meg, milyen kamatlábat indokolt használni a jelenérték kiszámításához és azt is, milyen korabeli adatokat kell irányadónak tekinteni a piaci kamatláb becsléséhez.⁴³ Ha azonban ezt a problémát zárójelbe tesszük, s nyers adat-

⁴³ Dale [2004] évi 5 százalékot állapít meg, hivatkozva egyebek közt a Bank of England saját részvényeire nyújtott kölcsöneinek és leszámítolási kamatlábának adataira, Neal és az ő érvelését elfogadó Shea [2007] idézi George Middleton, John Law londoni bankárának a levelét, amely szerint júniusban csak havi 50 százalékra lehetett pénz

ként csak a könyvek zárásakor és megnyitásakor jegyzett azonnali árfolyamokat vetjük össze, akkor nincs jele az összeomlásnak, a buborék kipukkadásának. John Castaing adatai szerint 1720. június 22-én a részvényárfolyam 765 volt, augusztus 23-án pedig 750-en állt. A közbeeső időszakban érte el technikai csúcspontját: Castaingnál július 1-jén 950, Freke által június 24-én közölt adat: 1050. A többi részvény árfolyammozgása is hasonló tendenciát mutat: a Bank of England csúcspontját június 23-án érte el 270-es árfolyamon, az East India Company csúcspontja 420-on egybeesett a South Sea Companyval, a Royal African pedig ugyancsak június 23-án 170-nel.

2. táblázat

Részvényárfolyamok 1720. január 1-jén, június 22-én és augusztus 22-én

	Bank of England	Royal African Company	Million Bank	East India Company	South Sea Company
1720. január 1	150,25	24	127	200,25	128,375
1720. június 22.	240,00	135	440	350,00	765,000
1720. augusztus 22.	220,00	130	400	330,00	750,000

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

Megerősíti ezt a benyomást az elkövetkező hónapokban főszereplővé előlépő Robert Walpole magatartása is. A kormányba visszatért és a pénzügyek jeles értőjeként ismert politikus norfolki birtokáról augusztus 24-én küldött levelet bankárának Londonba, hogy adja el a harmadik részvényjegyzésben vásárolt részvénytársaságját, és fektesse be újra a South Sea Company akkor meghirdetett negyedik részvényjegyzésébe, továbbá ebben is biztosítson kiemelt kezelést azoknak a rokonainak és barátainak, akiket az előző listájára felvett. Ha valaki, akkor Walpole nem volt azzal vádolható, hogy különösebb rokonszenvet táplált volna a South Sea Company és igazgatói iránt, s előző tranzakciói is ezt igazolják, de ekkorra, úgy látszik, feladta korábbi fenntartásait, és más befektetési mellett komolyan hitt a részvény további sikerében. A döntés, csakúgy, mint annyi más befektetőé, aligha volt bölcs a későbbiek fényében, s Walpole csak a korabeli levelezés lassúságának és a piaci helyzetet egészen másként megítélő bankára, Jacombe óvatosságának köszönhető, ⁴⁴ hogy elkerülte a nagyobb veszteséget, s jórészt ez tette lehetővé számára, hogy a South Sea Company bukásakor eljárászhassa a politikai és pénzügyi megmentő szerepét, megalapozva két évtizedes miniszterelnöki hatalmát.

A szeszélyes csillagok, a sokaság ostobasága és a pénzverde igazgatója

Míg Walpole lépéseit dokumentumok igazolják, egy másik befektető történetében talán soha nem lehet szétszálazni a tényeket és az erkölcsi tanulságra kihegyezett anekdotát. Eszerint Newton, aki (mint láttuk) korábban száz százalékos meghaladó nyereséggel szállt ki a piacról, nem tudott ellenállni a kísértésnek és újra részvényeket vásárolt. A 18. századi anekdoták Newton unokahúgára, Catherine Conduitt-ra hivatkozva állították, hogy „Sir

kapni, ami egybeesik a részvények Neal [1990] által kalkulált határidős felárával. Melyik szám áll közelebb a korabeli pénzügyi tényekhez: a törvényes kamatmaximumot tükröző 5 százalékos, vagy a csőd felé rohanó Law ügyleteit egyre nagyobb aggodalommal bonyolító és ezért újabb és újabb átutalásokat sürgető skót aranyműves ijesztő adata – ennek eldöntésére nem vállalkozom. Csak annyit kockáztatok meg, hogy egy alapvető paraméter ilyen fokú bizonytalansága nemcsak a rá épülő kliometriai elemzés iránt ébreszt kételyt, hanem újabb tápot ad a gyanúnak, hogy a szerzők álláspontjukhoz igyekeztek szabni az adatokat is.

⁴⁴ „A készpénz értékes dolog” – figyelmeztette megbízóját a bankár egy levele végén (Plumb [1956] 315. o.).

Isaac csupán egyetlen tulajdonságban osztozott a közönséges halandókkal: nyereségvágya arra sarkallta, hogy részt vegyen a South Sea végzetes buborékában, amin (miként unokahúga szokta emlegetni) 20 ezer fontot vesztett” (*Seward* [1798] Vol. II., 325–326. o.). Szerzőnk nem marad adós a tanulsággal: Newton soha többé nem akart erről hallani, s a történetet azért kell mégis feleleveníteni, „hogy figyelmeztessük az embereket, ne engedjenek ennek a szenvedélynek, amely az emberiség e csodájának jellemén is csorbát ejtett” (uo.). A másik anekdota szerint Newton így válaszolt, amikor megkérdezték, emelkedik-e tovább a South Sea Company árfolyama: „az emberek ostobaságát nem tudom kiszámítani” (*Spence* [1820] 368. o.). A történet Newton halála után csaknem másfél évszázaddal tovább formálódott: H.R.F. Bourne írt 1871-ben egy „hasznos és szórakoztató pletykakönyvet a kereskedelemről”, s ennek XI. fejezetében foglalta össze „a mániák és pánikok” történetét. A fejezet így indul: Amikor a South Sea-buborék a legnagyobbra fúvódott fel, megkérdezték Newtont, mi lesz ennek a vége? „A szeszélyes csillagok mozgását ki tudom számítani, de a sokaság ostobaságát nem” – hangzott a válasz. A fejezet jórészt *Mackay* [1852] nyomán idézi fel a kereskedelmi örület („melyet csak a vallási téboly múlt felül erőszakosságában és az általa okozott kárt tekintve”) ismert történeteit a tulipánmániától a vasútmánián át az 1857-es pánikig. Látható: 1871-ben az anekdota már nem a természet törvényeit felfedező, szinte emberfölöttiként tisztelt tudós alakját próbálja sötétebb oldaláról is bemutatni, nem gyarlóságát és kapzsiságát akarja kipécézni, hanem a fizikai világ rendjét és kiszámíthatóságát ellenpontozza az emberi sokaság baljós kiszámíthatatlanságával.⁴⁵ A konklúzió is némileg más: „eredetében, lefolyásában és következményeiben sokféle mánia és pánik volt; olykor csalás, olykor ostobaság, olykor tévútra került bölcsesség okozta, de valamennyi egyetlen világos leckére tanít: okosság és becsületesség” (*Bourne* [1871] 292–332. o.). Hogy valóban mondott-e Newton bármi hasonlót, erre nyilván nem lehet abszolút bizonyossággal válaszolni. És azt sem igazán lehet tisztán látni a fennmaradt dokumentumok alapján, miként alakultak Newton befektetései a South Sea Companyba, bár azt biztosan tudjuk, hogy később is volt dolga a társasággal: 1722-ben közel 22 ezer font értékű részvényt nyel rendelkezett, 1727-ben bekövetkezett halálakor pedig a hagyatékában volt 5000 font részvény és 5000 font évjáradék.⁴⁶ A történethez még annyit érdemes hozzátenni, hogy 1720 júliusának végén az egyik londoni hetilapban megjelent egy szatíra, amely Newtont citálva kísérletet tett a részvényárfolyam „tudományos” magyarázatára. „Ha az egész világ hóbortos, mi miért ne legyünk azok?” – kérdi a szerző, s mivel az összes tudományos kontár rendszerekkel és sémákkal házal, ő is követi a divatot. Newton az árapály jelenségét a geometria szabályaira vezette vissza, s az összes tenger mozgása jól megfelelt ennek az általános szabálynak,

⁴⁵ Ez némileg ellentmond a Newton-kép tudománytörténeti meg- és újrateremtését vizsgáló Rebekah Higgitt véleményének: a történeti Newton jellemének és tevékenységének sötétebb oldala iránti modern érdeklődés arra mutat, hogy ezek a vonások nem kerültek bele a közös tudásba a 19. és a 20. század során (*Higgitt* [2007] 188. o.).

⁴⁶ *Villamil* [1931] könyvecskéje azzal próbálta megcáfolni a nyereségvágyú Newton legendáját, hogy a hagyatékban maradt részvények és évjáradékok ellentmondanak a Catherine Conduitt által említett veszteségnek, ez csupán az az elmaradt haszon, amit akkor kapott volna meg, ha az újonnan vásárolt részvényeit a csúcson adta volna el (180 százalékos árfolyamon vett részvényeket 600 százalékon). Nem így tett, ezeket a részvényeket haláláig megtartotta, s ennek egyetlen magyarázata, „hogy ezt nem tartotta tisztességes pénzszerzési módnak” (*Villamil* [1931] 36. o.). Villamil azonban nem ismerte Newtonnak azt az 1722-es levelét, amely a 21 696 fontos részvény-csomagja után járó osztalék kifizetéséről intézkedett. Newton levelezésének kiadói arról írnak, hogy csak annyi világos: Newtonnak 1722 és 1727 között el kellett adnia 16 ezer fontnyi részvényt. Ráadásul a Royal Mint igazgatója a kor szokásai szerint szabadon gazdálkodott az esetleges többlettekkel, azokat saját hasznára és kockázatára fektette be. Ezért nem lehet biztosan tudni, hogy ebben és más hasonló esetekben mennyiben a saját vagyonáról és mennyiben a pénzverde bevételi többletéről rendelkezett (*Newton* [1960] VII. 96–97. o.). Némileg megengedőbb a nagy Newton-életrajz szerzője, R. Westfall, aki az anekdotákat is idézi: „[Newton] nagy összegeket ruházott be a társaságba, és a veszteség nem lehetetlen” (*Westfall* [1983] 862–863. o.) Arra azonban Westfal nem keres indokot, hogy egy ilyen esetleges veszteség után miért ruházott be újra abba a társaságba, ahol – közönségesen szólva – ennyire megégette magát, s amiről a továbbiakban hallani sem akart.

de még egyetlen cambridge-i don sem vezette vissza „a South Sea jelenségét és mozgását” valamely elfogadott elvre. Szerzőnk ezért megfigyeli ezt a mozgást, majd valamilyen okkal megpróbálja magyarázni. „Miként Sir Isaac szerint a Hold mozgatja a világtengerek dagályát és apályát ..., úgy én is azt figyeltem meg, hogy a South Sea hullámszáma is a Nap és a Hold együtt-, illetve szembenállását követi...” A legutóbbi újholdkor a South Sea a szatíra szerint 1000-es magasságba emelkedett, a rákövetkező teliholdkor pedig az előjegyzések árfolyama nöött rendkívüli mértékben „s ez a helyzet most”. Ezért azt tanácsolja honfitársainak, hogy „tanulmányozzák a csillagok állását, mielőtt részvényeket vesznek, vagy adnak el”, mert akkor, ha a South Sea hullámai nem várt időben emelkednek vagy zuhannak, legalább lesz kit hibáztatniuk érte (*Weekly Journal or Saturday's Post*, 1720. július 23.).

„Rajtunk Európa szeme”

A dagály Blunték számára jó feltételeket nyújtott a még „kint lévő” államadósság átváltásának meghirdetésére és lebonyolítására. Július 14-én a Bank of England kezelésében lévő visszaváltható államadósság tulajdonosai jelentkeztek, hogy ezt részvényekre váltsák, augusztus 4-én pedig a kincstár által kezelt visszaváltható rész és a még át nem váltott évjáradékok tulajdonosai. A feltételek ismét csak utóbb, augusztus 12-én kerültek meghirdetésre, és ezúttal nem lehetett a tranzakciótól utólag visszalépni. Nem részletezve ezeket a feltételeket, a lényeg az volt, hogy a tranzakció mindaddig nyereséget hozott az évjáradékok átváltó tulajdonosok számára, amíg a részvény árfolyama 500 fölött maradt. A visszaváltható adósság tulajdonosai számára az ösztönzés lényegesen szerényebb volt, hisz ők elvben bármikor névértékben visszakaphatták a befektetett összeget, ezért számukra csak 5 százalékos felárat biztosítottak, vagyis ők csak 763-as árfolyam fölött tettek szert profitra. Ennek ellenére a visszaváltható adósság túlnyomó részét is részvényre cserélték, még a Bank of England is a jelentkezők között volt, hogy átváltsa a tulajdonában lévő 300 ezer fontos csomagot (*Carswell* [1993] 135. o., *Coxe* [1798]). Összegezve: az akció rendkívül sikeresnek bizonyult, az áprilisi törvényben szereplő 31 millió font teljes államadósságból összesen 26 milliót váltottak át a South Sea Company részvényeire. Noha közben még sor került egy jellemző incidensre, amit a „titkos történet” szerzője így örökített meg: arra a hírre, hogy az árfolyam augusztus elején 900 alá esett, Blunt sietve visszatért nyaralásából, hogy gondoskodjon a részvény megtámogatásáról, és mit sem törődve a társaság vezetőivel és illetékes testületeivel, elrendelte a részvényjegyzésből befolyó összegek sürgős kikölcsönzését, elérve, hogy a pénztárosok egyetlen nap alatt 3 millió fontot fizessenek ki. Amikor pedig kollégái tiltakoztak a szabálytalanságok, zűrzavar és a társaságot fenyegető súlyos veszélyek miatt, Blunt így válaszolt: „Minél nagyobb a zűrzavar, annál jobb. Az embereknek nem kell érteniük, mit tesznek, s ettől csak még buzgóbban fogják végrehajtani, amit akarunk. A séma megvalósítása a mi dolgunk, rajtunk egész Európa szeme. A parlament mindkét háza azt várja, hogy legközelebbi üléséig véghezvigyük és egy vagy két milliós veszteség semmi a séma gyors megvalósításával szemben.”⁴⁷ (*Toland* [1726] 429–430. o., *Carswell* [1993] 140. o.)

⁴⁷ *Carswell* [1993], aki mindkét eseményről beszámol, adós marad annak magyarázatával, miért ment bele a Bank of England egy ilyen kedvezőtlen konstrukcióba, amire csak egy indok lehet: augusztus elején a bank vezetői is ott voltak a piaci szereplők többségének optimista várakozásait, miközben már szembesülniük kellett a hitelkontrakció problémájával. Ez azonban nem csak a tömegőrületen alapuló interpretációk bökkenője, azokba a rekonstrukciókba is nehezen illik bele, amelyek a hatékony pénzügyi piacok elméletére alapozva szembeállítják a buborékokat sikeresen meglovagoló intézményi befektetők magatartását és a *noise traderek* (zajkereskedők) tevékenységét. Ha – amint *Temin-Voth* [2004] tanulmány állítja – a tapasztalt piaci résztvevők tudták, hogy a részvények túlárzottak, akkor arra kellene következtetni, hogy a Bank of England a *noise traderek* közé tartozott. Ezzel szemben Dickson azt emelte ki: amikor az intézményes befektetők (a Million Bank is) ennyire igyekeznek felugrani a vonatra, nem meglepő, hogy az egyszerű kormányhitelezők is így viselkedtek (*Dickson* [1967] 277. o.).

Bluntnak egy dologban teljesen igaza volt: Európa odafigyelt arra, ami Londonban történt. A külföldi beruházók magatartásával kapcsolatban még inkább az a helyzet, mint a hazai befektetőkkel: nincsenek róla egyértelmű információink. Az az aggodalom, amely áthatotta Edward Harley június végén írt korábban már idézett levelét a külföldi beruházók szerepének negatív következményeit vizionálva, már korábban is hangot kapott. A Lordok Házában Lord Wharton azzal érvelt a projekt ellen, hogy „a külföldiek lehetőséget kapnak, hogy megkészserezzék és megháromszorozzák azt a hatalmas összeget, amely most is a birtokukban van a köz adósságából, és visszavonva tőkájüket, kiszivattyúzzhatják Nagy-Britannia aranyának és ezüstjének jó részét.” (Dickson [1967] 150. o.) Egy londoni hetilap július 16-án olyan hírt közölt, hogy Bern kanton arra utasította londoni ügynökét: adja el 200 ezer fontnyi részvényét. Noha a hír nem volt igaz, a svájci befektető 1723-ban is tulajdonosa volt annak a 253 ezer fontos részvényecsomagnak, amelyhez 1711-ben jutott, amikor a South Sea részvényeire váltotta az előző évben a brit kormánynak adott kölcsönét, Dickson szerint maga a hír is riasztó volt. De ez aligha okozta a buborék kipukkadását, hiszen az újság következő száma július 23-án már azt közli: újabb részvényjegyzésre fog sor kerülni 1500 százalékos árfolyamon. A kávéházakban és az Exchange Alleyen keringő hírek ekkor még egyáltalán nem adtak egyértelmű okot a pánikra, a külföldiek szeptember közepi eladásai viszont, amelyekre Dickson ezután hivatkozik, már a buborék kipukkadása utáni fejlemények, nem annak kiváltói, hanem következményei.

A lehetséges okok egyike a társaság likviditási helyzetének romlása, amit tovább nehezített az első és a második részvényjegyzés esedékes befizetéseinek (augusztus 15. és szeptember 14.) elhalasztása, vagyis a részvényeseknek adott további átmeneti kölcsönné változtatása. Korábban említettük Dale becslését, aki szerint az árfolyam fenntartását szolgáló saját részvény-vásárlások és a részvényvásárlásra nyújtott kölcsönök kiadásait nem fedezte a harmadik részvényjegyzés készpénzbevétele, s ezt a helyzetet Blunték a negyedik részvényjegyzés meghirdetésével próbálták orvosolni, áthajszolva ezt az aggódo és ellenkező igazgatósági tagokon. A feltételek ezúttal jóval szigorúbbak voltak: az 1 millió fontos részvényecsomag 1000 fontos árfolyamon volt jegyezhető, 20 százalék lefizetésével, a további részleteket két év alatt kellett teljesíteni. Ezúttal nem voltak kedvezményezett listák, ezért próbált – mint láttuk – Walpole bankárán keresztül részvényeket vásárolni az újabb előjegyzésből. A királlyal Hannoverben tartózkodó politikusok és az udvar 300 ezer fontos igénylését sem fogadta el a társaság. Noha a piaci árfolyam ekkor már 860 fonton állt, a jegyzés ismét sikeresnek bizonyult, a túljegyzéssel elérte az 1,25 millió fontos összeget. A társaság igazgatóinak fejenként 3000 fontot kellett jegyeznie, de Blunt, aki a nyár eleje óta nagy ingatlanvásárlásokba kezdett, csak 500 fontot teljesített, fokozva ezzel a többi igazgató egyre növekvő elégedetlenségét és félelmét. A jegyzésből befolyó összeg messze nem volt elegendő a piac stabilizálására, ezért Blunt két újabb lépésre szánta el magát: egy kötvénykibocsátásra 1,2 millió font értékben, amit azonban a társaság alkormányzója menet közben leállított, és a karácsonykor fizetendő 30 százalékos osztalék bejelentésére, amire még rá is tett egy jókora lapáttal az elkövetkező 10 évre garantált 50 százalékos osztalék ígéréssel, amit az igazgatók támogattak.

Hasonló következtetésre jut Neal, aki a legendáról – amely szerint a Bank of England igazgatói és gazdag holland kereskedők eladtak magas áron, és a spekulációs nyereséget a Bank of England részvényeibe fektették – kimutatja, hogy nem megalapozott. Ezt azzal bizonyítja, hogy miként alakultak a Bank of England igazgatóinak tranzakciói a saját részvényekkel: eleinte nem változnak, április után csökkentik őket „talán azért, hogy növeljék a South Sea Company-vásárlásaikat”. Augusztus után nagyobb eladások, valószínűleg a máshol elszenvedett veszteségek fedezésére (Neal [1990] 113. o.). Neal Fairman könyvének 1824-es kiadására hivatkozik, de ott csak arról van szó, hogy „néhány óvatos ember” eladta a South Sea Company-részvényét és Bank of England-papírt vásárolt, de sem az nem derül ki, hogy ezek a Bank of England igazgatói, sem az, hogy hollandok lettek volna (Fairman [1824]).

Egy törvény szövedéke

Mitől pukkadt ki a buborék? A legelterjedtebb nézet szerint, amelyet Carswell, Dale, Dickson és Neal is oszt, a részvényárfolyam zuhanását egy olyan akció váltotta ki, amelynek célja éppen a South Sea Company piaci helyzetének erősítése volt. Augusztus 18-án került először sor a júniusban elfogadott „buboréktörvény” alkalmazására, vagyis jogi fellépésre azokkal a társaságokkal szemben, amelyek parlamenti és királyi engedély nélkül vagy az abban meghatározottakon túlterjeszkedve jöttek létre. Noha a lapokban már a törvény elfogadásakor olyan híradások jelentek meg, hogy az addig zsúfolt Exchange Alley, az adásvételek utcáján a csend vette át az uralmat, a kávéházak is visszatértek korábbi békés állapotukba, és a sétálónak már nem kell tartania a zsebtolvajoktól (*Emmett* [2000] III. 121–123. o.), az igazi változást a hatósági fellépés hozta magával. Az érintett társaságok létrehozója, C. Billingsley ugyan nem volt könnyű ellenfél, és minden jogi lehetőséget igénybe kívánt venni projektjei védelmében (*Carswell* [1993] 141. o.), de a negyedik részvényjegyzésre készülő South Sea Company igazgatói úgy vélték, az állam beavatkozása révén tudják megakadályozni, hogy a tőke máshova áramoljon. Ám az eszköz ellenük fordult, nemcsak az érintett társaságok piaca omlott össze, de „e naptól fogva kezdett esni a South Sea-részvény árfolyama” (*Dickson* [1967] 149. o.). Hasonlóan érvel Dale: „amit a társaság igazgatói nem láttak előre, hogy e peremcégek összeomlása megrendítő csapásként hat a legfontosabb részvények, beleértve a South Sea Company részvényeinek árára” (*Dale* [2004] 136. o.). Érvelésében a *contagion* és a tőkeáttétel hatására hivatkozik: a kisebb buborékok befektetői is kölcsönből finanszírozták előjegyzéseiket, így most portfóliójuk más elemei sürgős eladására kényszerültek, a részvényekre kölcsönöket nyújtó aranyműves-bankárok pedig a hirtelen összeomlás miatt már nem tudták eladni a biztosítékként náluk lévő részvényeket, csődvészélybe kerültek, és megindult a készpénzbe menekülés. „Végül, a kisebb buborékoknál elszenvedett súlyos befektetői veszteségek hozzájárultak a piaci közérzet megváltozásához; a mohóság helyére a félelem lépett.” Neal is hasonlóan vélekedik: „a pénzügyi pánikot akaratlanul is a South Sea Company igazgatói idézték elő, amikor jogi fellépéshez folyamodtak” néhány buboréktársaság ellen (*Neal* [1990] 109. o.)

Az okfejtés igen vonzó, a nem szándékolt következmények sok közgazdász szemében ma is érvényes paradigmáját egyesíti a tőkepiaci folyamat ismert mechanizmusával, de megkérdőjelezhető. A buboréktörvény történetét vizsgáló R. Harris korábban idézett cikke szerint a törvénynek nem volt jelentős hatása a tőkepiacra, az összeomlást nem ez idézte elő, hanem komplex gazdasági tényezők együtthatása: a túlterjeszkedett pénzügyi piac, a hitel szűkössége, a tőke kiáramlása Németalföldre és a gyakorlatlan befektetők ideges viselkedése (*Harris* [1994]).⁴⁸ A magyarázat eredete Andersonig nyúlik vissza: ő írt arról, hogy a buboréktársaságok ellen megindított eljárások, amelyeket a South Sea vezetői szorgalmaztak, egészen más eredményre vezettek, mint ők várták. „Az eljárások hivatalos közzététele ... azonnal olyan általános pánikot idézett elő minden vállalkozás, terv vagy buborék irányítói között, hogy bukásuk hirtelensége és mélysége elképesztő volt. ... A dolgok ilyen állapota, bármennyire is lesújtónak tűnt, csak előjátéka volt annak a nagy csapásnak, amely hamarosan bekövetkezett a South Sea-részvények és előjegyzések zuhanásával ... ettől az időtől kezdve a részvények ára fokozatosan esett, bár sok jelentős ingadozón keresztül, amit az igazgatók különböző fogásai és mesterkedései okoztak, hogy az árakat fenntartsák”. (*Anderson* [1790] III. köt. 349. o.) Ezt visszahangozza Dickson is: „Sem a kormány, sem a South Sea igazgatói nem értették meg, hogy aligha lehetséges elnyomni a kisebb buborékokat úgy, hogy ez ne tegye tönkre a legnagyobbat.” (*Dickson* [1967] 150. o.)

⁴⁸ Harris e tényezőket Neal könyvéből veszi át, de azt nem említi, hogy a buboréktörvény alkalmazása által okozott pénzügyi pánik gondolata, amit ő elutasít, *Neal* [1990] szerint is a kiváltó ok szerepét tölti be.

A magyarázat egyik buktatója az időrend: az eljárások közzététele után egy héttel meghirdetett negyedik jegyzés gyors sikere (három óra alatt 25 százalékos túljegyzéssel bonyolították le) inkább arra mutat, hogy a piac résztvevői az áresést – a korábbiakhoz hasonlóan – átmenetinek tekintették, és korábbi befektetéseiket értékesítve igyekeztek megragadni az új lehetőséget. Alexander Pope, a Dunciad költője, aki maga is befektető volt, és szerepelt a korábbi részvényjegyzés kedvezményezettjei között, azt tanácsolta Lady Montagunak, hogy vegyen South Sea-részvényt a jelenlegi áron, mert a nyereség biztos, „az ár néhány héten vagy még rövidebb időn belül emelkedni fog. Ebben olyan biztos vagyok, amit csak az ilyen dolgok természete lehetővé tesz, a legjobb és legközvetlenebb forrásból.” (Pope [1956] II. 52. o.) Pope forrása valószínűleg az ifjabb Cragg, az ekkortájt Londonban maradt és a kormányügyeket vivő egyik politikus volt, aki őt az említett listára felvette. Cragg sem érzékelt veszélyt, augusztus végén elégedetten számolt be a buboréktársaságok elleni fellépésről a királlyal Hannoverben tartózkodó Lord Stanhope-nak.

A kipukkadás másik tényezőjeként Neal és Dickson a nemzetközi pénzmozgásokra, az angol font árfolyamváltozásaira, a londoni hitelpiac kiszáradására hivatkoznak. Eszerint tavasszal a jelentős külföldi tőkebeáramlás fölhajtotta a részvények árát s ezzel párhuzamosan a font árfolyamát is a németalföldi pénzzel szemben, majd május végén a font esni kezdett, és novemberben olyan mélypontra került, amire Neal szerint a 18. században nincs több példa. Jól egybevágna ezzel a magyarázattal azok a sajtóhírek,⁴⁹ amelyek szerint augusztus és szeptember folyamán nagy mennyiségű aranyat és ezüstöt exportáltak a királyságból Németalföldre, és az a tény, hogy a rúdarany ára is jelentősen emelkedett.⁵⁰

Hivatkozások

- 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.
- ANDRÉADES, A. [1924]: History of the Bank of England, 1640 to 1903. King, London.
- ANES, R. D. [2002]: Accounting and slavery: the accounts of the English South Sea Company, 1713–22. *The European Accounting Review*, Vol. 11. No. 2. 441–452. o.
- BACKSCHEIDER, P. [1981]: Defoe's Lady Credit. *The Huntington Library Quarterly*, Vol. 44. No. 2. 89–100. o.
- BALEN, M. [2003]: *The Secret History of the South Sea Bubble*. Fourth Estate, London–New York.
- BARANYAI DECSI J. [1978]: *Adagiorum*. ELTE, Budapest. Hasonmás kiadás, az eredeti 1592, Klöss, Bártfa.
- BARBON, N. [1690]: *A Discourse of Trade*. Milbourn, London.
- BATTLE OF THE ... [1720]: *The Battle of the Bubbles*. A. Moore, London, Electronic reproduction. Farmington Hills, Mich.
- BEHROOZI, F. [2008]: Soap Bubbles in Paintings: Art and Science. *American Journal of Physics*, Vol. 76. No. 12. 1087–1091. o.
- BÉKÉS GÁBOR–MURAKÖZY BALÁZS [2008]: Kifektetett befektetők. *Magyar Narancs*, 20. évf. 51–52. sz.
- BOURNE, H. R. F. [1876]: *The romance of trade*. Cassel, London.
- BREWER, J. [1994]: *The Sinews of Power: War, Money and the English State 1688–1783*. Knopf, New York.

⁴⁹ Például a *Daily Post*, 1720. augusztus 5-én azt jelentette, hogy egyetlen napon 2000 uncia aranyat vittek ki Hollandiába.

⁵⁰ Lásd *Dickson* [1967] 139. o. Az ő adatai szerint az ár júliusban 17,5 százalékkal nőtt, ugyanakkor az éves adatok stabilitást tükröznek: Lawrence H. Officer and Samuel H. Williamson, „The Price of Gold, 1257–2010,” *MeasuringWorth*, 2011, <http://www.measuringworth.com/index.php>.

- BUNYAN, J. [1995]: A zarándok útja: A jelenvaló világból az eljövendőbe. Evangéliumi Kiadó, Budapest.
- CARRUTHERS, B. [1996]: City of Capital. Princeton University Press, Princeton.
- CARSWELL, J. [1993]: The South Sea Bubble. Sutton, Dover.
- CASSIDY J. [2010]: Interview with Eugene Fama. The New Yorker, 2010. január 13. <http://www.newyorker.com/online/blogs/johncassidy/2010/01/interview-with-eugene-fama.html#ixzz0cctGI2ZN>.
- CATS, J. [1618]: Proteus. http://emblems.let.uu.nl/c1618_introduction.html.
- CHAMBERLEN, H. [1695]: A Proposal by Dr. Hugh Chamberlain in Essex-Street, for a Bank of Secure Current Credit to be Founded upon Land. Sowle, London.
- CHANCELLOR, E. [1999]: Devil Take the Hindmost: The History of Financial Speculation. Macmillan, London.
- CHURCHILL, W. [2002]: Marlborough; his life and times. University of Chicago Press, Chicago.
- COWLES, V. [1960]: The great swindle; the story of the South Sea bubble. Harper, New York.
- COXE, W. [1798]: Memoirs of the Life and Administration of Sir Robert Walpole. Cadell, London.
- CUTLER, D.–POTERBA, J.–SUMMERS, L. [1988]: What moves stock prices? NBER Working Paper, No. 2538.
- DALE, R. [2004]: The First Crash. Princeton University Press, Princeton.
- DEFOE, D. [1710a]: An Essay upon Loans. London.
- DEFOE, D. [1710b]: An Essay upon Public Credit. London.
- DEFOE, D. [1711]: Reasons why this Nation ought to Put a Speedy End to this Expensive War. Baker, London.
- DEFOE, D. [1712]: An Essay on the South-Sea Trade. Baker, London.
- DEFOE, D. [1721]: The Case of Mr. Law truly stated. Moore, London.
- DICKSON, P. G. M. [1967]: The Financial Revolution in England: A Study in Development of Public Credit. Macmillan, London.
- DOWNIE, J. A. [1979]: Robert Harley and the Press. Cambridge University Press, Cambridge.
- DURANTINI, M. [1983]: The Child in Seventeenth-Century Painting. UMI Research Press, Ann Arbor.
- EMMETT, R. [2000]: Great Bubbles. Reactions to the South Sea Bubble, the Mississippi Affair and the Tulip Mania Affair. Pickering&Chatto, London.
- ENCYCLOPAEDIA BRITANNICA [1771]: Encyclopaedia Britannica, Vol. 1. Edinburgh.
- FAIRMAN, W. [1824]: An Account of The Public Funds Transferrable at the Bank of England, and of the Stocks of Some of the Principal Public Companies in London. Szerk.: B. Cohen, 7. kiadás, Richardson, London.
- FRANCIS, J. [1847]: History of the Bank of England. Willoughby, London.
- FRANKLIN, B. [1989]: Franklin Benjamin számadása életéről. Európa, Budapest.
- GALBRAITH, J. K. [1995]: A pénzügyi spekulációk rövid története. AduPrint, Budapest.
- GARBER, P. [2000]: Famous first bubbles. MIT Press, Cambridge, Mass.
- GOEDE, DE M. [2000]: Mastering 'Lady Credit'. International Feminist Journal of Politics. Vol. 2. No. 1. 58–81. o.
- GOLDIE, M. [2006]: The English System of Liberty. Megjelent: Goldie, M.–Wokler, R. (szerk.): The Cambridge History of Eighteenth-century Political Thought. Cambridge University Press, Cambridge, 40–78. 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.
- HIGGITT, R. [2007]: Recreating Newton: Newtonian biography and the making of nineteenth-century history of science. Pickering&Chatto, London.
- HILL, B. W. [1971]: The Change of Government and the „Loss of the City”, 1710–1711. Economic History Review, New Series, Vol. 24. No. 3. 395–413. o.
- HOFMEYR, I. [2004]: The portable Bunyan, Princeton University Press, Princeton.
- HOFMEYR, I. [2010]: Bunyan: Colonial, Postcolonial. Megjelent: Dunan-Page, A. (szerk.): The Cambridge Companion to Bunyan. Cambridge University Press, Cambridge, 162–176. o.

- HOPPIT, J. [1986]: Financial Crises in Eighteenth-Century England. *Economic History Review*, Vol. 39. No. 1. 39–58. o.
- HOPPIT, J. [2000]: *A Land of Liberty? England 1689–1727*. Clarendon Press, Oxford.
- HOPPIT, J. [2002]: The Myths of the South Sea Bubble. *Transactions of the Royal Historical Society*, 12. 141–165. o.
- HOUGHTON, J. [1692–1703]: *A Collection for Improvement of Husbandry and Trade*. London.
- HUME, D. [1992]: *Összes esszéi, I. Atlantisz*, Budapest.
- HUTCHESON, A. [1720]: *A Collection of Calculations and Remarks relating to the South Sea Scheme & Stock*. London.
- JONES, D. W. [1988]: *War and Economy in the Age of William III and Marlborough*. Blackwell, Oxford.
- JUNIUS, HADRIANUS [1565]: *Emblemata*. Plantin, Antwerpen. <http://www.emblems.arts.gla.ac.uk/french/books.php?id=FJUb&o=>.
- 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*. Macmillan, London.
- KONTLER LÁSZLÓ [1997]: *Az állam rejtelméi*. Atlantisz, Budapest.
- LUKIANOSZ [1974]: *Összes Művei*. Magyar Helikon, Budapest.
- MACAULAY, T. B. [1907]: *Critical and Historical Essays*. Dent, London.
- MACKAY, C. [1852]: *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*. Office of the National Illustrated Society, London.
- MACKWORTH, H. [1694]: *England's Glory; or the Great Improvement of Trade in General, by a Royal Bank*. 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.
- MANDEVILLE, B. [1969]: *A méhek meséje*. Magyar Helikon, Budapest.
- MEASURING WORTH [2011]: <http://www.measuringworth.com/index.php>.
- MITCHELL, B. R. [1990]: *British Historical Statistics*. Cambridge University Press, Cambridge.
- MORGAN, K. [2000]: *Slavery, Atlantic Trade and the British Economy, 1660–1800*. Cambridge University Press, Cambridge.
- 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.
- NEWTON, I. [1960]: *Correspondence*. Szerk.: *Turnbull, A.–Hall, R.–Tilling, L.*, Cambridge University Press, Cambridge.
- NORTH, D. C.–WEINGAST, B. R. [1989]: Constitutions and Commitment: The Evolution of Institutional Governing Public Choice in Seventeenth-Century England. *Journal of Economic History*, Vol. 49. No. 4. 803–832. o.
- O'HARA, M. [2008]: Bubbles: Some Perspectives (and Loose Talk) from History. *The Review of Financial Studies*, Vol. 21. No. 1. 11–17. o.
- PACZOLAY GYULA [2000]: János Baranyai Decsi and his Adagia. *Acta Ethnographica Hungarica*, Vol. 45. No. 3–4. 271–294. o.
- PACZOLAY GYULA [2001]: Baranyai Decsi Csimor János, a szőléskutató. *Erdélyi Tudományos Füzetek*, 235. <http://mek.oszk.hu/03800/03893/html/index.htm#4>.
- PALMER, C. [1981]: *Human Cargoes: The British Slave Trade to Spanish America 1700–1739*. University of Illinois Press, Chicago.

- 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>.
- PARLIAMENTARY ... [1797]: Parliamentary Papers. Debrett, London.
- PARRY, J. H. [1996]: Rivalries in America: The Caribbean. Megjelent: *Lindsay, J. O.* (szerk.): The New Cambridge Modern History. Vol. 7. The Old Regime 1713–63. 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.
- PINCUS, S. [2009]: 1688: The First Modern Revolution. Yale University Press, New Haven.
- PLUMB J. [1956]: Sir Robert Walpole. Cresset, London.
- POCOCK, J. [1975]: The Machiavellian Moment. Princeton University Press, Princeton.
- POCOCK, J. [1985]: Virtue, Commerce and History. Cambridge University Press, Cambridge.
- POLÁNYI KÁROLY [2004]: A nagy átalakulás. Napvilág, Budapest.
- POOVEY, M. [2008]: Genres of the Credit Economy. Universit of Chicag Press, Chicago.
- 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.
- REPORTS... [1721]: Reports of the Committee of Secrecy. Cato, London.
- RITTER, J.–WELCH, I. [2002]: A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations. Journal of Finance, Vol. 57. No. 4. 1795–1828. o.
- ROSEVEARE, H. [1991]: The Financial Revolution 1660–1760. Longman, London.
- SAMUELSON, P. [1970]: What Makes for a Beautiful Problem in Science? Journal of Political Economy, Vol. 78. No. 6. 1372–1377. o.
- SCHAMA S. [1987]: The Embarrassment of Riches. Fontana, London.
- SHERMAN, S. [1997]: Promises, Promises: Credit as Contested Metaphor in Early Capitalist Discourse. Modern Philology, Vol. 94. No. 3. 327–349.
- SCOTT, W. [1910–1912]: The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-Stock Companies to 1720. Cambridge University Press, Cambridge.
- SEWARD, W. [1798]: Anecdotes of Distinguished Persons. Cadell, London.
- SHADWELL, T. [1720]: Works. Knapton, London.
- SHEA, G. [2007]: Financial Market Analysis Can Go Mad (in the Search for Irrational Behaviour During the South Sea Bubble). Economic History Review, Vol. 60. No. 4. 742–765. o.
- SHILLER, R. [1990]: Speculative Prices and Popular Models. Journal of Economic Perspectives, Vol. 4. No. 2. 55–65. o.
- SHILLER, R. [2007]: Tőzsdemámor. Alinea, Budapest.
- SHILLER, R. [2009]: Economists Need to Study Bubbles, Reinvent Models. Taipei Times, szeptember 22.
- SMITH, A. [1940]: Vizsgálódás a nemzetek jólétének okairól és természetéről. Magyar Közgazdasági Társaság, Budapest.
- SMITH, A.: [1976]: The Wealth of Nations. Clarendon Press, Oxford.
- SPENCE, J. [1820]: Anecdotes, observations, and characters, of books and men. Carpenter, London.
- SPELRLING, J. [1962]: The South Sea Company. Baker Library, Boston, Mass.
- STASAVAGE, D. [2003]: Public Debt and the Birth of Democratic State. Cambridge University Press, Cambridge.
- STIGLITZ, J. [1990]: Symposium on Bubbles. Journal of Economic Perspectives, Vol. 4. No. 2. 13–18. o.
- SWIFT, J. [1711]: Preamble to Mr. Harley's Patent. Megjelent: *Sheridan, T.* (szerk.): The Works of Jonathan Swift. Vol. XVI. (1784) London, 376–379. o.
- SWIFT, J. [1721]: The Bubble. Toke, London.

- SWIFT, J. [1948]: Journal to Stella. <http://www.archive.org/details/thejournalstella04208gut>.
- TEMIN, P.–VOTH, H. J. [2004]: Riding the South Sea Bubble. *American Economic Review*, Vol. 94. No. 5. 1654–1668. o.
- SHERMAN, S. [1997]: Promises, Promises: Credit as Contested Metaphor in Early Capitalist Discourse. *Modern Philology*. Vol. 94. No. 3. 327–349. 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.
- TRACY, J. [1985]: A financial Revolution in the Habsburg Netherlands: Renten and Renteniers in the county of Holland, 1515–1565. University of California Press, Berkeley.
- TRENCHARD, J. [1720]: A Letter of Thanks. Roberts, London.
- TRENCHARD, J. [1995]: Cato's Letters. Liberty Fund, Indianapolis.
- VARRO, M. T. [1971]: A mezőgazdaságról. Fordította: *Kun József*. Akadémiai, Budapest.
- VEGA, J. DE LA [1919]: Das älteste Buch über die Börse. Fleischmann, Breslau.
- VILLAMIL, R. DE [1931]: Newton: the man. Gordon Knox, London.
- WALPOLE, R. [1712]: The Debts of the Nation stated and consider'd in four papers. Baker, London.
- WESTFALL, R. [1983]: Never at rest. A Biography of Isaac Newton. Cambridge University Press, Cambridge.
- WHITNEY, G. [1586]: A Choice of Emblemes. Plantin, Leiden, <http://emblem.libraries.psu.edu/home.htm>.
- WILSON, C. [1941]: Anglo-Dutch Commerce & Finance in the Eighteenth Century. Cambridge University Press, Cambridge.