

Fluktuacije deviznoga tečaja u sustavu zlatnoga standarda

DRAŽEN KOŠKI

Ekonomski fakultet u Osijeku
Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku
Trg Ljudevita Gaja 7, 31000 Osijek
Republika Hrvatska

dkoski@efos.hr

ORCID iD: <https://orcid.org/0009-0006-3978-3550>

TOMISLAV KVESIĆ

tomislavkvesic47@gmail.com

Pregledni rad / *Review*

UDK / UDC: 339.743:336.74=163.42

Primljeno / Received: 18. svibnja 2026. / May 18th, 2026.

Prihvaćeno za objavu / Accepted for publishing: 05. lipnja 2026. / June 05th, 2026.

DOI: 10.15291/oec.5104

Sažetak: Tri su cilja ovoga rada. Prvo, objasniti funkcioniranje sustava zlatnoga standarda. Drugo, objasniti kako su devizni tečajevi fluktuirali u različitim razdobljima zlatnoga standarda. Treće, objasniti razloge prestanka postojanja zlatnoga standarda. Metodološki temelj istraživanja u ovome radu je povijesni pristup. Uz analitičko-sintetički okvir istraživanja, primijenjene su primarno deskriptivna i komparativna metoda, a istraživanje je temeljeno na sekundarnim izvorima podataka. Temeljna osobina sustava zlatnoga standarda bila je neograničena konvertibilnost domaće valute za zlato koju je jamčila središnja banka neke zemlje po unaprijed utvrđenom paritetu. Također, bila su dopuštena međunarodna plaćanja zlatom, to jest zlato se moglo slobodno kretati iz jedne zemlje u drugu. U početku, u ovome sustavu devizni tečajevi su fluktuirali u uskom rasponu između gornje i donje zlatne točke. Pri tome su gornja i donja zlatna točka bile određene zlatnim paritetom uvećanim ili umanjenim za troškove prijevoza i osiguranja zlata. Poslije, u razdoblju brettonwoodskoga sporazuma, devizni tečajevi fluktuirali su u odnosu na postavljeni paritet u rasponu fluktuacije od ± 1 %, koji je održavan intervencijama središnjih banaka na deviznom tržištu. Iako je sustav zlatnoga standarda imao svojih prednosti koje su se očitovale ponajprije putem stabilnosti deviznoga tečaja, njegov osnovni nedostatak bio je vezanost količine novca u optjecaju za količinu zlata kojom je neka zemlja raspolagala. To je bio ograničavajući čimbenik u razdobljima rata ili recesije, ali i u okolnostima rasta vrijednosti međunarodnih transakcija. Zbog posljedica njegovih nedostataka, zlatni standard službeno je ukinut 1971. godine.

Ključne riječi: devizni tečaj, zlatni standard, Bretton Woods, zlatna točka, prilagodljivo vezanje

JEL klasifikacija: F31, F32, F33

Ovaj rad nastao je kao nadogradnja završnoga rada *Devizni tečaj u sustavu zlatnog standarda* koji je Tomislav Kvesić napisao pod mentorstvom izv. prof. dr. sc. Dražena Koškog.

1. Uvod

Cilj ovoga rada je trojak. Prvo, objasniti kako je funkcionirao zlatni standard kao vrsta međunarodnoga monetarnog sustava. Drugo, objasniti kako su devizni tečajevi fluktuirali u pojedinim razdobljima funkcioniranja zlatnog standarda, preciznije u sustavu klasičnoga zlatnog standarda, zlatnopolužnoga standarda i zlatnodeviznoga standarda. Treće, objasniti zašto je zlatni standard prestao postojati. Zbog svoje specifičnosti, sustav zlatnoga standarda ograničavao je fluktuacije deviznoga tečaja. Drugim riječima, ovaj sustav smatran je fiksnim sustavom deviznoga tečaja, to jest sustavom u kojem su tečajne fluktuacije bile moguće u vrlo uskom rasponu. No, od njegova početka pa do kraja razdoblja zlatnoga standarda nije bilo homogeno. U početku, zlatni novac bio je propisan kao zakonsko sredstvo plaćanja. Nadalje, moglo ga se konvertirati u papirnatu novac po utvrđenom tečaju bez ikakvih ograničenja. Međunarodna plaćanja zlatom, to jest uvoz i izvoz zlata, bila su dopuštena bez ograničenja. Također, međunarodna plaćanja moglo se izvršavati i papirnatim novcem koji je imao pokriće u zlatu. No, rastom vrijednosti međunarodnih transakcija, ratnim zbivanjima tijekom Prvoga svjetskog rata i Velikom depresijom 1929. godine, monetarne vlasti počele su ograničavati ili čak potpuno onemogućavati posjedovanje zlata privatnim imateljima. Na primjer, Ujedinjeno Kraljevstvo je zakonom odredilo da se papirnatim novcem može kupiti samo zlatna poluga, a ne zlatni novac. To je poskupjelo međunarodnu razmjenu u segmentu u kojem je trebalo transakciju platiti papirnatim novcem jer je više sudionika međunarodnih transakcija bilo prinuđeno plaćati transakciju papirnatim novcem, a ne zlatom. Ipak, u tom je razdoblju sustav međunarodnih plaćanja u Ujedinjenom Kraljevstvu ostao isti, jedino su transakcije rjeđe bile plaćane zlatom. S druge strane, Sjedinjene Američke Države zabranile su posjedovanje zlatnoga novca, poluga i certifikata privatnim imateljima 1933. godine. Sve zlato privatni imatelji morali su prodati američkoj središnjoj banci. Nakon Drugoga svjetskog rata, u zlatnodeviznom sustavu, troškovi prijevoza i osiguranja zlata nisu više bili ograničavajući čimbenik fluktuacije deviznoga tečaja. Naime, samo su središnje banke mogle kupiti zlatne poluge i njima platiti međunarodnu transakciju, a ostali sudionici plaćanja su izvršavali papirnatom konvertibilnom valutom čiji prijenos iz zemlje u zemlju nije imao takve troškove kao prijenos zlata. U tom razdoblju, monetarne vlasti zemalja članica Međunarodnoga monetarnog fonda obvezale su se da će intervencijama na deviznom tržištu ograničiti fluktuacije deviznoga tečaja domaće valute prema američkom dolaru ili prema cijeni zlata izraženoj u domaćoj valuti u iznosu od jedan posto.

Struktura ovoga rada je sljedeća. Nakon uvoda, u drugome poglavlju objašnjeno je funkcioniranje klasičnog zlatnog standarda koji je postojao od približno 1870. do početka Prvoga svjetskog rata 1914. U tom poglavlju prikazane su i fluktuacije deviznoga tečaja između gornje i donje zlatne točke. U trećem poglavlju objašnjeno je razdoblje zlatnoga standarda i fluktuacija deviznoga tečaja između Prvoga i Drugoga svjetskoga rata. To je bilo razdoblje velikih turbulencija kako zbog Prvoga svjetskog rata tako i zbog Velike svjetske depresije 1929. godine. U tom su razdoblju mnoge zemlje suspendirale konvertibilnost domaće papirnatu valute u zlato i zabranile izvoz zlata u međunarodnim plaćanjima. U četvrtom poglavlju izloženo je funkcioniranje zlatnodeviznoga standarda, to jest Bretton Woodski sustav. U okviru toga sustava, sve zemlje članice Međunarodnog monetarnog fonda morale su intervencijama na deviznom tržištu održavati pojas fluktuacije deviznoga tečaja u odnosu na američki dolar ili na zlato u rasponu od jedan posto, a u slučaju fundamentalne neravnoteže u bilanci plaćanja, mogle su, uz odobrenje Međunarodnoga monetarnog fonda, provesti devalvaciju ili revalvaciju domaće valute. U petom poglavlju ovoga rada izloženi su razlozi prestanka zlatnoga standarda. U šestom poglavlju donosi se zaključak.

2. Međunarodni monetarni sustav

Međunarodni monetarni sustav ili režim čine tržišta, pravni propisi, instrumenti i institucije koje omogućuju plaćanja na međunarodnoj razini. Postoji nekoliko kriterija klasifikacije međunarodnog monetarnog sustava, no za potrebe ovoga rada važna su dva (prilagođeno prema Chacholiades, 1990, 482): 1. promjenjivost deviznoga tečaja i 2. priroda međunarodnih pričuva. S obzirom na promjenjivost deviznoga tečaja, međunarodni monetarni sustav može se klasificirati na sustav trajno fiksno deviznog tečaja, sustav slobodno fluktuirajućega deviznog tečaja i niz drugih sustava koji se nalaze između ova dva ekstrema, a od kojih je za povijest zlatnog standarda značajan sustav prilagodljivoga vezanja deviznoga tečaja (adjustable peg system) o kojemu će biti više riječi u poglavlju o Brettonwoodskom sporazumu. U današnje vrijeme Međunarodni monetarni fond klasificira međunarodni monetarni sustav na deset različitih sustava deviznih tečajeva (International Monetary Fund, 2024, 8). Uvažavajući vrstu međunarodnih pričuva kao kriterij, međunarodni monetarni sustav može se klasificirati kao: 1. čisti robni standard, u kojem se međunarodne pričuve sastoje od robnoga novca kakav je primjerice zlatni novac u sustavu zlatnoga standarda, 2. čisti fiducijarni standard u kojem međunarodne pričuve čine papirni novac nekonvertibilan za robni novac i 3. miješani standard, u kojem međunarodne pričuve čine i robni novac poput zlata i papirnatih novac, ali konvertibilan za zlato, kakav je primjerice zlatnodevizni standard.

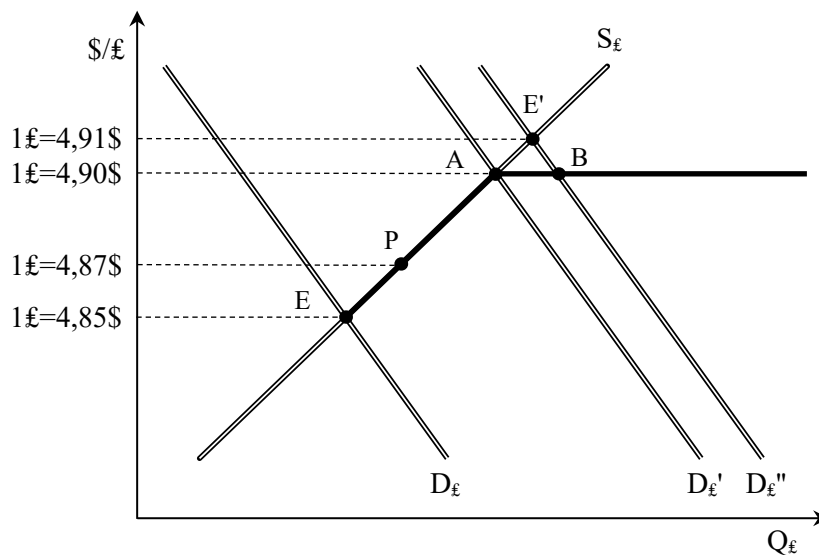
2.1. Zlatni standard u razdoblju od 1870. do 1914. godine

Razdoblje u ekonomskoj povijesti u kojem su zlatne kovanice korištene kao novac zove se klasični zlatni standard (*classical gold standard*). Iako je zlatni novac u davnoj povijesti imao svoje funkcije, funkciju sredstva razmjene, funkciju jedinice obračuna i funkciju skladištenja vrijednosti, zlatni standard prvi put se pojavljuje kao pravna institucija u Ujedinjenom Kraljevstvu u trenutku kada je ova zemlja ukinula dotadašnja ograničenja na izvoz zlatnika i zlatnih poluga u druge zemlje 1819. godine (Krugman et al., 2023, 600). Uskoro su i ostale zemlje poput Sjedinjenih Američkih Država, Njemačke, Francuske i Japana počele slijediti britanski primjer. Ekonomisti se danas slažu da je razdoblje zlatnoga standarda počelo približno 1870. godine te trajalo do početka Prvoga svjetskog rata 1914. godine (Krugman et al., 2023; Melvin i Norrbin, 2013; Salvatore, 2020).

U okviru zlatnoga standarda središnja banka neke zemlje odredila je cijenu određene količine zlata u domaćoj valuti. Po toj cijeni središnja banka obvezala se kupovati ili prodavati zlatnike za papirni novac bezuvjetno, svima koji to od nje zatraže neovisno je li riječ o privatnim korisnicima ili državnim institucijama domaćim ili stranim. Dakako, da bi kupoprodaja bila izvediva, središnja banka morala je raspolagati određenom količinom zlatnih pričuva. S obzirom na to da se zlato koristilo i u međunarodnim plaćanjima, deficiti u bilancama plaćanja promatranih zemalja mogli su se podmirivati zlatom, ali i papirnatim novcem koji je konvertibilan za zlato. U trenutku kada i druga središnja banka druge zemlje odredi cijenu određene količine zlata u svojoj valuti moguće je izračunati devizni tečaj valute jedne zemlje izražen u valuti druge zemlje. Na primjer, u ono vrijeme središnja banka Sjedinjenih Američkih Država odredila je cijenu unce zlata u iznosu 20,67 \$, a Ujedinjeno Kraljevstvo 3,89 £ pa je devizni tečaj funte sterlinga iznosio $1 \text{ £} = 4,87 \text{ \$}$. S obzirom na to da je temeljen na zlatnoj osnovi, taj tečaj zvao se zlatni paritet. U takvom sustavu devizni tečaj mogao je fluktuirati samo između gornje i donje zlatne točke koje su uz paritet bile određene troškovima prijevoza i osiguranja zlata iz jedne zemlje u drugu.

Hallwood i MacDonald (2000, 352) navode da je u takvom slučaju pojas fluktuacije iznosio približno $\pm 0,5\%$.

Na Slici 1. prikazano je kako nastaje gornja zlatna točka. Pravci $S_{\text{£}}$ i $D_{\text{£}}$ označuju ponudu i potražnju za funtom sterlinga na američkom deviznom tržištu. Sjecište ponude i potražnje nalazi se u točki E u kojoj je ravnotežni devizni tečaj $1 \text{ £} = 4,85 \text{ \$}$. Točka P prikazuje iznos tečaja funte sterlinga temeljenoga na zlatnom paritetu. Uz pretpostavku da trošak prijevoza i osiguranja zlata iz Sjedinjenih Američkih Država u Ujedinjeno Kraljevstvo iznosi 30 američkih centi po jednoj funti sterlinga, ukupan trošak plaćanja uvoza zlatom iznosio bi 4,90 \$. Drugim riječima, američki uvoznik mogao bi u banci kupiti zlato (pri čemu bi po funti sterlinga platio prema zlatnom paritetu $1 \text{ £} = 4,85 \text{ \$}$) te platiti troškove prijevoza i osiguranja tog zlata u iznosu od 30 centi. Zbog toga, sve dok je tečaj funte sterlinga ispod $1 \text{ £} = 4,90 \text{ \$}$, američkom uvozniku bit će isplativije platiti uvoz funtama sterlinga kupljenim na deviznom tržištu. Ako bi tečaj premašio iznos od $1 \text{ £} = 4,90 \text{ \$}$, uvoznik bi uvoz platio zlatom. Na primjer, ako bi potražnja za funtom sterlinga porasla s $D_{\text{£}}$ na $D_{\text{£}''}$, tečaj bi narastao na $1 \text{ £} = 4,91 \text{ \$}$. No, to bi bilo moguće u sustavu slobodno fluktuirajućih deviznih tečajeva, što je prikazano točkom E' na Slici 1. Uvozniku bi se tada dug isplatilo podmiriti u zlatu što bi ga koštalo, kako je već istaknuto, 4,90 \$ po funti sterlinga. Zbog toga se točka A na Slici 1. zove gornja zlatna točka ili točka izvoza zlata. No, u sustavu zlatnoga standarda rast tečaja iznad $1 \text{ £} = 4,90 \text{ \$}$ bio bi spriječen izvozom zlata. Dužinom AB na Slici 1. prikazana je količina zlata koja bi se u tom slučaju izvezla.

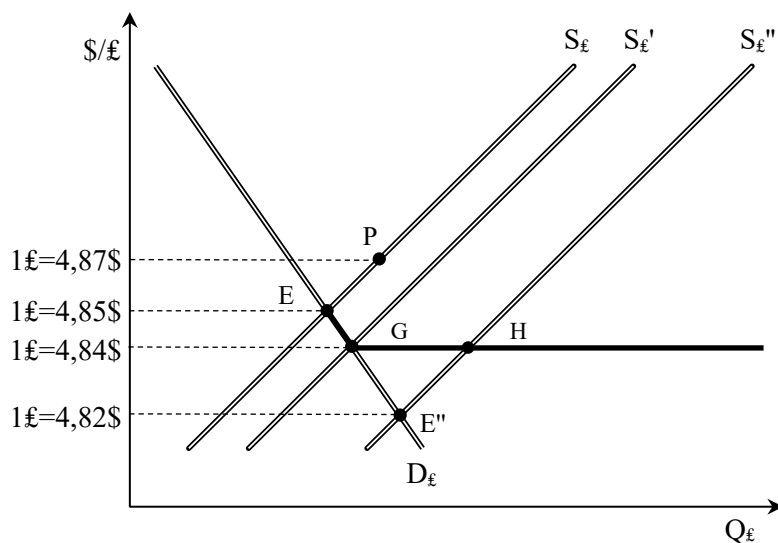


Slika 1. Gornja zlatna točka

Izvor: Prilagođeno prema: Salvatore (2020,463)

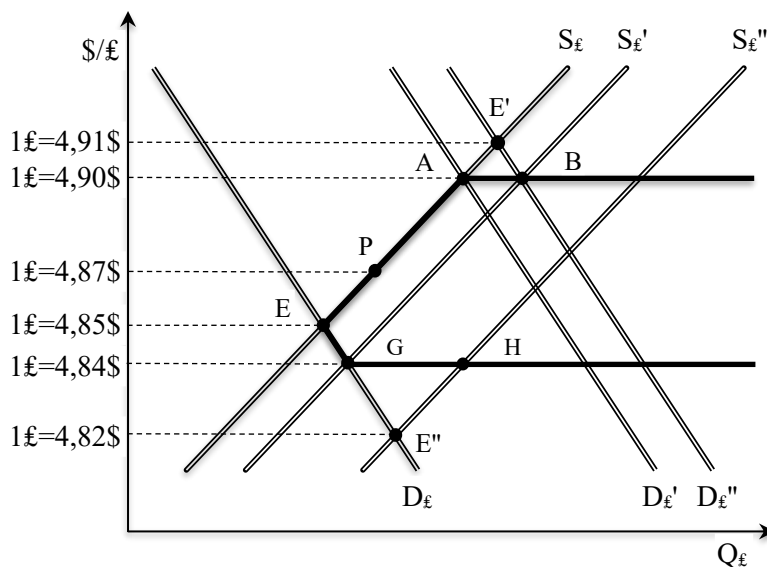
Na Slici 2. prikazan je nastanak donje zlatne točke. U ovome slučaju pretpostavlja se da američki izvoznik snosi troškove prijevoza i osiguranja zlata. Slično kao i američki uvoznik, američki izvoznik može naplatiti izvoz u zlatu ili u funtama sterlinga koje će potom konvertirati u američke dolare na deviznom tržištu. Ako bi naplatu izvoza izvršio u zlatu, nakon podmirenja troškova prijevoza i osiguranja zlata u iznosu od 30 centi ostalo bi mu 4,84 \$ po funti sterlinga. To znači da bi se izvozniku isplatilo naplaćivati izvoz u funtama sterlinga samo dok tečaj ne padne ispod $1 \text{ £} = 4,84 \text{ \$}$. Na primjer, u sustavu slobodno fluktuirajućih deviznih tečajeva u uvjetima rasta ponude sa $S_{\text{£}}$ na $S_{\text{£}''}$ tečaj bi pao na $1 \text{ £} = 4,82 \text{ \$}$ što pokazuje točka E'' na Slici 2. Pad tečaja ispod $1 \text{ £} = 4,84 \text{ \$}$ u sustavu zlatnoga standarda

bio bi spriječen uvozom zlata. Zbog toga se točka G na Slici 2. zove donja zlatna točka ili točka uvoza zlata. Količina uvoza zlata u tom slučaju prikazana je dužinom GH na Slici 2.



Slika 2. Donja zlatna točka
Izvor: Prilagođeno prema: Salvatore (2020, 463)

Na Slici 3. prikazan je pojas moguće fluktuacije deviznoga tečaja u razdoblju klasičnoga zlatnog standarda. Taj pojas čine gornja i donja zlatna točka odnosno vodoravni dijelovi pravaca ponude $S_£$ i potražnje $D_£$ koji se nalaze na vrijednostima tih točaka.



Slika 3. Pojas fluktuacije deviznoga tečaja u sustavu zlatnog standarda
Izvor: Prilagođeno prema: Salvatore (2020, 463)

Pravci imaju svoj vodoravni dio jer su ponuda i potražnja u gornjoj i donjoj zlatnoj točki beskonačno elastične. Beskonačna elastičnost rezultat je činjenice da uvoznici i izvoznici mogu neograničeno kupovati ili prodavati zlato po fiksnoj cijeni od središnje banke.

Zlatni standard omogućavao je automatsko uravnoteženje bilance plaćanja zemalja koje su ga primjenjivale. Mehanizam automatskoga uravnoteženja bilance plaćanja zvaao se mehanizam cijena i tijeka zlatnoga novca (*price-specie-flow mechanism*). Prvi put ga je analizirao francuski ekonomist Richard Cantillon u svojoj knjizi „Ogled o naravi trgovine općenito“ napisanoj 1730., a objavljenoj 1755. godine. Važnost mehanizma dodatno je istaknuo škotski filozof David Hume u svojem djelu „O bilanci trgovine“ 1752. godine (Bordo, 1999, 31). Ovaj mehanizam funkcionirao je na sljedeći način. S obzirom na to da se deficit u bilanci plaćanja podmirivao zlatom, zemlja koja je imala deficit morala je taj deficit platiti zlatom. Budući da je zlato bilo sastavni dio novca u optjecaju, plaćanje zlatom značilo je manje novca u optjecaju. Nadalje, posljedica manje novca u optjecaju bio je pad cijena roba i usluga, to jest deflacija. Deflacija je značila rast izvoza (jer je domaća roba postala jeftinija nego strana) i pad uvoza (iz istoga razloga). To je na kraju rezultiralo uravnoteženjem bilance plaćanja. S druge strane, zemlja koja je u svojoj bilanci plaćanja imala suficita, na osnovi tog suficita ostvarila je priljev zlata. Taj priljev zlata rezultirao je rastom količine novca u optjecaju posljedica čega je bio rast cijena roba i usluga, to jest inflacija. Inflacija je značila pad izvoza (jer je domaća roba postala skuplja nego inozemna) i rast uvoza (iz istoga razloga) do konačnoga uravnoteženja bilance plaćanja. No, istražujući međunarodnu trgovinu između zemalja s fleksibilnijim sustavom deviznoga tečaja i zemalja sa zlatnim standardom, Catão i Solomou (2005) pokazali su da se uravnoteženje događalo promjenom nominalnoga bilateralnog tečaja u zemljama s fleksibilnijim sustavom i promjenama nominalnoga i realnog efektivnog tečaja u zemljama sa zlatnim standardom.

Osim automatskoga uravnoteženja koje se događalo na opisani način, središnje banke mogle su instrumentima monetarne politike pojačavati ili neutralizirati učinak ovoga uravnoteženja. Na primjer, u slučaju deficita u bilanci plaćanja promatrane zemlje, središnja banka mogla je operacijama na otvorenom tržištu dodatno smanjiti količinu novca u optjecaju. To bi dodatno povećalo kamatnu stopu i rezultiralo bržim priljevom zlata u zemlju te na taj način ubrzalo uravnoteženje bilance plaćanja. S druge strane, u okolnostima suficita, središnja banka mogla je operacijama na otvorenom tržištu dodatno povećati novčanu masu te bi kamatna stopa dodatno pala što bi dovelo do bržeg odljeva zlata iz zemlje i bržim uravnoteženjem bilance plaćanja. Naime, smanjenje kamatne stope u jednoj zemlji i njezino povećanje u drugoj zemlji potaknulo bi kretanje zlata iz zemlje s nižom kamatnom stopom u zemlju s višom kamatnom stopom. To bi se dogodilo na sljedeći način. Imatelji valute s nižom kamatnom stopom željeli bi investirati u zemlju čija valuta nosi višu kamatnu stopu. Da bi to učinili, najprije bi morali konvertirati domaću valutu u stranu. Međutim, na deviznom tržištu ni jedan privatni imatelj valute s višom kamatnom stopom ne bi je želio prodati za valutu s nižom kamatnom stopom. No, s obzirom na to da je devizni tečaj fiksni i da središnja banka jamči konverziju domaće valute u zlato, imatelji domaće valute prodaju tu valutu središnjoj banci za zlato i to zlato prenose u drugu zemlju. U toj drugoj zemlji za zlato kupuju stranu valutu koja nosi višu kamatnu stopu.

Razlog pojačanja automatskoga uravnoteženja bilance plaćanja u zemlji s deficitom u bilanci plaćanja je sprječavanje odljeva zlata. No, taj postupak mogao je dodatno pojačati deflaciju, a onda izazvati i recesiju u zemlji. S druge strane, zemlje sa suficitom u bilanci plaćanja mogle su biti manje voljne prekidati priljev zlata iako bi to značilo i smanjenje, odnosno prekid inflacije u zemlji. Ono što je moglo prevagnuti u korist takvoga postupka je kamata koju bi, za razliku od zlata, nosile vrijednosnice kupljene putem operacija na otvorenom tržištu. Također, središnje banke mogle su neutralizirati utjecaj priljeva ili odljeva zlata na količinu novca u optjecaju. Takav postupak naziva se sterilizacija. Razlog sterilizacije bio je sprječavanje promjena količine novca u optjecaju te s tim u vezi sprječavanje inflacije i deflacije.

Na primjer, ako je zemlja imala deficit u bilanci plaćanja, središnja banka mogla je sterilizirati utjecaj odljeva zlata na količinu novca u optjecaju kupnjom domaćih vrijednosnica ili smanjenjem diskontne stope, dok bi u slučaju suficita, središnja banka mogla prodavati domaće vrijednosnice ili podizati diskontnu stopu.

2.2. Razdoblje između dva svjetska rata

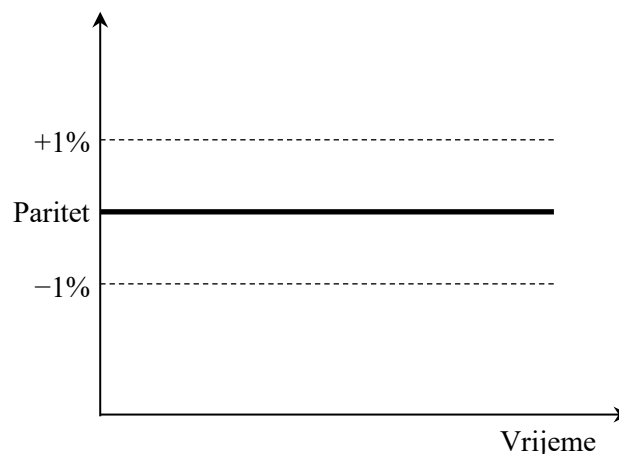
Tijekom Prvoga svjetskog rata zemlje su suspendirale zlatni standard. Naime, zbog visoke inflacije prouzročene emisijom novca potrebnog kako za financiranje ratnih djelovanja, tako i za financiranje obnove ratom uništenoga gospodarstva, konverzija papirnatoga novca za zlato nije bila moguća. U lipnju 1919. godine Sjedinjene Američke Države ponovno su uvele zlatni standard ukinućem embarga na izvoz zlata koji su uveli tijekom Prvoga svjetskog rata. U to vrijeme, Sjedinjene Američke Države postale su svjetski dominantni bankar (Melvin & Norrbin, 2013, 28). U svibnju 1925., Zakonom o zlatnom standardu (Gold Standard Act, 1925) i Ujedinjeno Kraljevstvo ponovno se vraća zlatnom standardu, ali u modificiranom obliku. Ujedinjeno Kraljevstvo određuje cijenu unce zlata na predratnoj razini, što je značilo da 1 funta sterlinga vrijedi 4,86 američkih dolara, ali ukida mogućnost kupnje zlatnika papirnatim novcem kod Banke Engleske. Dopušta isključivo kupnju zlatne poluge (približno 400 unci) papirnatim novcem. Tako je nastao zlatnopolužni standard (gold bullion standard) u Ujedinjenom Kraljevstvu. Stanovništvu nije bilo zabranjeno imati u vlasništvu zlatnike koje su imali od prije, ali ono ga je moglo prodavati bankama i koristiti u trgovini jedino po nominalnoj vrijednosti, što nije bilo isplativo jer je tržišna vrijednost zlata zbog inflacije bila znatno veća. Novi zlatnik mogao je biti kupljen jedino kod ovlaštenih trgovaca po tržišnoj cijeni. Krajem 1925. godine prestaje vrijediti embargo na izvoz zlata nametnut krajem Prvoga svjetskog rata, no kako navodi Cannan (1932, 117), Ujedinjeno Kraljevstvo suzdržavalo se embarga od početka stupanja na snagu Zakona o zlatnom standardu.

S obzirom na to da tijekom Prvoga svjetskog rata Ujedinjeno Kraljevstvo pretrpjelo znatnu inflaciju, fiksiranje cijene unce zlata na predratnu razinu značilo je precijenjenu funtu sterlinga u odnosu na cijenu zlata te zbog toga i znatne deficite u njegovoj bilanci plaćanja. Zbog toga je Ujedinjeno Kraljevstvo Zakonom o zlatnom standardu (amandman) (Gold Standard Act (Amendment) 1931), 1931. godine, ukinulo mogućnost kupnje zlatnih poluga papirnatim novcem, što je bilo kraj ovoga razdoblja zlatnog standarda u Ujedinjenom Kraljevstvu. Kao rezultat inflacije, a u uvjetima novonastaloga slobodno fluktuirajućeg deviznog tečaja, funta sterlinga deprecirala je 25 % (Isard, 1995, 42). Prema Melvinu i Norrbinu (2013, 28), nakon što je Ujedinjeno Kraljevstvo ukinulo konvertibilnost funte sterlinga za zlato, pozornost je bila usmjerena na Sjedinjene Američke Države. Da bi ublažile odljev zlata, Federalne rezerve povisile su kamatnu stopu. No, kako navodi Kindleberger (1984, 380), to je produbilo depresiju u Sjedinjenim Američkim Državama. Daljnji jaki pritisci na zlatne pričuve bili su uzrokom napuštanja zlatnoga standarda i u ovoj zemlji 1933. godine. Naime, 5. travnja 1933. američki predsjednik Franklin D. Roosevelt Izvršnom naredbom 6102 zabranio je privatno posjedovanje zlatnih kovanica, poluga i certifikata te naredio prodaju zlata Federalnim rezervama po ondašnjoj cijeni od 20,67 \$ po unci zlata (Executive Order 6102, 1933). Razlog tomu bio je pokušaj obnove američkog gospodarstva nakon Velike depresije 1929. godine. S obzirom na to da je američki dolar bio fiksiran za zlato, povećanje količine novca u optjecaju potrebnoga za obnovu gospodarstva bilo je moguće jedino povećanjem zlatnih pričuva. Nadalje, Zakonom o zlatnim pričuvama iz 1934. godine (Gold Reserve Act, 1934) Federalne rezerve morale su predati zlato Ministarstvu financija. Prema Aufrichtu (1969, 48), postoji opće suglasje da su Sjedinjene Američke Države ovim Zakonom napustile klasični zlatni standard iako je očito da je to učinjeno i prije, stupanjem na snagu Izvršne naredbe 6102. Odmah nakon donošenja

Zakona o zlatnim pričuvama Sjedinjene Američke Države devalvirale su dolar s 20,67 \$ na 35 \$ po unci zlata.

2.3. Brettonwoodski sporazum

Pred kraj Drugoga svjetskog rata, od 1. do 22. srpnja 1944., održana je Međunarodna konferencija u Bretton Woodsu, u državi New Hampshire. Na toj konferenciji sudjelovale su Sjedinjene Američke Države, Ujedinjeno Kraljevstvo i 42 druge nacije svijeta. Cilj konferencije bio je dogovoriti se kakav bi trebao biti međunarodni monetarni sustav nakon Drugoga svjetskog rata. Drugim riječima, cilj konferencije bio je reformirati postojeći međunarodni monetarni sustav tako da valute glavnih zemalja budu potpuno konvertibilne čime bi se olakšala međunarodna trgovina i međunarodno financiranje. Na konferenciji su se dogovorili o osnivanju dviju važnih međunarodnih financijskih institucija: Međunarodni monetarni fond i Međunarodnu banku za obnovu i razvoj (poslije Svjetsku banku). Brettonwoodski sporazum (Articles of Agreement – International Monetary Fund and International Bank for Reconstruction and Development, 1944) zahtijevao je da svaka zemlja potpisnica fiksira cijenu jedne unce zlata ili jednoga američkog dolara prema svojoj vlastitoj valuti. Sjedinjene Američke Države fiksirale su cijenu jedne unce zlata u iznosu od 35 američkih dolara. Na taj način, sve valute postale su vezane međusobno, to jest činile su sustav fiksnoga deviznoga tečaja. Zemlje su vrijednost pariteta vlastite valute prema zlatu ili dolaru bile obvezne održavati u rasponu fluktuacije od $\pm 1\%$, što je prikazano na Slici 4.



Slika 4. Dopuštene fluktuacije deviznoga tečaja u Brettonwoodskom sustavu
Izvor: Prilagođeno prema: Babić i Babić (2008:331).

To su činile deviznim intervencijama, to jest kupnjom i prodajom domaće valute u zamjenu za stranu valutu, najčešće američki dolar, na deviznom tržištu. Na primjer, ako je tečaj promatrane valute u odnosu na američki dolar porastao više od jedan posto, tada su monetarne vlasti promatrane zemlje prodavale američke dolare iz vlastitih međunarodnih pričuva za protuvrijednost vlastite valute. U suprotnom, ako je tečaj valute promatrane zemlje pao ispod jedan posto u odnosu na američki dolar, tada je zemlja na deviznom tržištu prodavala američke dolare u zamjenu za svoju valutu. U okviru pojasa fluktuacije, tečaj se mijenjao pod utjecajem ponude i potražnje na deviznom tržištu.

Takav sustav nazivao se sustav prilagodljivo-vezanoga deviznog tečaja. Ideja je bila da tečaj bude privremeno fiksiran, a samo uz nastanak fundamentalne neravnoteže može biti promijenjen (vrijednost domaće valute može devalvirati ili revalvirati). Mogućnošću promjene deviznoga tečaja pokušalo se ukloniti najveći nedostatak brettonwoodskog sustava – nefleksibilnost u slučaju pogrešnoga određivanja pariteta prema zlatu. Da bi se izbjegle konkurentske devalvacije, svaku devalvaciju veću od 10 % u odnosu na paritet trebao je odobriti Međunarodni monetarni fond. Ovaj sustav nazivao se zlatnodeviznim standardom (*gold exchange standard*) jer je američki dolar bio konvertibilan u zlato za sve službene imatelje ove valute – središnje banke i vlade zemalja potpisnica Sporazuma. U skladu s mogućnostima sustava prilagodljivoga vezanja i ispravljanja fundamentalne neravnoteže, Ujedinjeno Kraljevstvo devalviralo je funtu sterlinga 1949. i 1967. godine, a Njemačka je revalvirala marku 1961. i 1969. godine. Nadalje, do kraja 1960-ih, dolarske obveze Sjedinjenih Američkih Država postale su znatno veće od zaliha zlata u međunarodnim pričuvama ponajprije zbog inflacije i Vijetnamskoga rata. Središnje banke drugih zemalja počele su zahtijevati da im potraživanja od Sjedinjenih Američkih Država budu isplaćena u zlatu, a ne u papirnatim dolarima. Zbog tog pritiska na američke međunarodne pričuve, američki predsjednik Richard Nixon 15. kolovoza 1971. proglasio nekonvertibilnost američkoga dolara za zlato, što je značilo službeni kraj Sporazuma u Bretton Woodsu.

Predstavnici skupine deset nacija sastali su se 17. i 18. prosinca 1971. na Smithsonianovskom institutu u Washingtonu D. C. i potpisale Smithsonianovski sporazum (*Smithsonian Agreement of the Group of Ten*, 1971). U kontekstu deviznih tečajeva Smithsonianovskim sporazumom odlučili su: 1. da će američki dolar devalvirati s 35 \$ na 38 \$ za uncu zlata i 2. središnje banke potpisnice Sporazuma održavat će sustav fiksnog deviznog tečaja u rasponu $\pm 2,25\%$ u odnosu na postavljeni paritet.

Kako navodi Salvatore (2020, 598): „Predsjednik Nixon pozdravio je Smithsonianovski sporazum kao 'najznačajniji monetarni sporazum u povijesti svijeta' i obećao da dolar 'više nikada neće devalvirati'.“ No, posljedica špekulativnih tijekova kapitala tijekom 1972. i početkom 1973. godine bila je nova devalvacija dolara s 38 \$ na 42,22 \$ po unci zlata. Ni ova devalvacija nije pomogla uspostavljanju ponovnoga povjerenja u američki dolar. U ožujku 1973. godine valute ključnih zemalja počele su fluktuirati (Johnson, 2000, 30; Salvatore, 2020, 568).

3. Zaključak

Razdoblje postojanja sustava zlatnoga standarda podijeljeno je na tri dijela: 1. klasični zlatni standard – u vremenu od približno 1870. do 1914. godine, 2. zlatnopolužni standard – u vremenu između dva svjetska rata i 3. zlatnodevizni standard – u vremenu od kraja Drugoga svjetskog rata do 1971. godine. U tom razdoblju, devizni tečajevi fluktuirali su u uskom rasponu između gornje i donje zlatne točke koje su bile određene zlatnim paritetom uvećanim ili umanjanim za troškove prijevoza zlata što je iznosilo približno $\pm 0,5\%$ od pariteta. Slična situacija bila je i u sustavu zlatnopolužnoga standarda, no zbog većih troškova funkcioniranja ovoga sustava, gornja i donja zlatna točka, činile su širi pojas fluktuacija nego u klasičnom sustavu zlatnoga standarda. Za vrijeme Prvoga i Drugoga svjetskoga rata sustav zlatnoga standarda bio je suspendiran pa su valute ključnih zemalja slobodno fluktuirale na deviznom tržištu. U sustavu zlatnodeviznoga standarda zemlje su prihvatile sustav prilagodljivoga vezanja u kojem su tečajevi mogli maksimalno fluktuirati u iznosu od $\pm 1\%$ od utvrđenoga pariteta prema zlatu ili američkom dolaru. U okviru sustava prilagodljivoga vezanja, u slučaju fundamentalne neravnoteže, bili su dopušteni ispravci pariteta (devalvacije i revalvacije domaće valute), ali samo uz suglasnost Međunarodnoga monetarnog fonda. Ipak, ova suglasnost bila je obvezna samo za ispravke pariteta veće od 10 %.

Zbog uskoga pojasa fluktuacije, sustav zlatnoga standarda smatran je sustavom fiksnih deviznih tečajeva. Stabilnost deviznih tečajeva bila je prednost jer nije bilo deviznoga rizika što je pridonosilo povjerenju u domaću valutu, ali i olakšavalo međunarodnu razmjenu roba i kapitala. Nedostatak sustava zlatnoga standarda bila je vezanost količine novca u optjecaju za zalihe zlata kojima zemlja raspolaže. Ona se pokazala osobito ograničavajućim čimbenikom u vrijeme ratova, kada su zemlje, da bi financirale ratna djelovanja i obnovu ratom razorenih područja morale suspendirati zlatni standard. Dodatno, u vrijeme ekonomskih kriza, zemlje nisu imale dovoljno novca za pokretanje gospodarstva. To je rezultiralo i političkim pritiscima na vlade pojedinih zemalja zbog rasta recesije i nezaposlenosti. No, nisu samo ratovi i ekonomske krize bili problem. Rast međunarodnih transakcija u uvjetima nedostatka novca koji ima pokriće u zlatu, također je bio ograničen jer zlata nije bilo dovoljno. Vlade pojedinih zemalja pokušavale su ovaj problem riješiti devalvacijama svojih valuta. No, pokazalo se da su devalvacije samo kratkoročno rješenje, a dugoročno se gubilo povjerenje u domaću valutu, pa i u cjelokupni međunarodni monetarni sustav. Zlatni standard je potpuno ukinut 1971. godine, u trenutku kad je američki predsjednik Richard M. Nixon ukinuo konvertibilnost američkoga dolara za zlato. Nedugo nakon toga, ključne zemlje napustile su sustav prilagodljivoga vezanja deviznoga tečaja.

Literatura:

Articles of Agreement – International Monetary Fund and International Bank for Reconstruction and Development. (1944). United Nations Monetary and Financial Conference, Bretton Woods, New Hampshire, July 1-22, 1944. Washington, DC: U.S. Treasury. Dostupno na: <https://fraser.stlouisfed.org> (Pristupljeno: 16. 4. 2026.).

Aufricht, H. (1969). *The Fund Agreement: Living Law and Emerging Practice.* Princeton Studies in International Finance No. 23. Department of Economics, Princeton University.

Babić, M. i Babić, A. (2008). *Međunarodna ekonomija.* Sedmo dopunjeno i izmijenjeno izdanje. Zagreb: Sigma savjetovanja d.o.o.

Bordo, M. D. (1999). *The gold standard and related regimes: collected essays.* Cambridge: Cambridge University Press.

Cannan, E. (1932). *Money: Its Connexion with Rising and Falling Prices.* 7th ed. Westminster: P. S. King & Son, Ltd.

Catão, L.A.V., Solomou, S. N. (2005). Effective Exchange Rates and the Classical Gold Standard Adjustment. *American Economic Review*, 95(4), 1259–1275. doi: 10.1257/0002828054825565

Chacholiades, M. (1990). *International Economics.* New York: McGraw-Hill, Inc.

Executive Order 6102: Forbidding the Hoarding of Gold Coin, Gold Bullion and Gold Certificates (1933). Dostupno na: <https://www.presidency.ucsb.edu> (Pristupljeno: 15. 4. 2026.).

Gold Reserve Act 1934. Dostupno na: <https://fraser.stlouisfed.org> (Pristupljeno: 15. 4. 2026.).

Gold Standard Act (Amendment) 1931. Dostupno na: <https://www.legislation.gov.uk> (Pristupljeno: 14. 4. 2026.).

Gold Standard Act 1925. Dostupno na: <https://www.legislation.gov.uk> (Pristupljeno: 14. 4. 2026.).

Hallwood, C. P., MacDonald, R. (2000). *International Money and Finance*. 3rd ed. Malden: Blackwell Publishers, Inc.

International Monetary Fund (2024). *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2023*. Washington, D. C.: International Monetary Fund.

Isard, P. (1995). *Exchange Rate Economics*. Cambridge: Cambridge University Press.

Johnson, H. J. (2000). *Global Financial Institutions and Markets*. Oxford: Blackwell Publishers Ltd.

Kindleberger, C. P. (1984). *A Financial History of Western Europe*. London: George Allen & Unwin (Publishers) Ltd.

Krugman, P., Obstfeld, M., Melitz, M. (2023). *International Economics*. 12th ed. Harlow: Pearson Education, Ltd.

Melvin, M., Norrbin, S. C. (2013). *International Money and Finance*. 8th ed. Oxford: Academic Press.

Salvatore, D. (2020). *International Economics*. 13th ed. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.

Smithsonian Agreement of the Group of Ten (1971). Dostupno na: <https://www.gold.org> (Pristupljeno: 16. 4. 2026.).

Exchange Rate Fluctuations in the Gold Standard System

DRAŽEN KOŠKI

Faculty of Economics and Business in Osijek
Josip Juraj Strossmayer University of Osijek
Trg Ljudevita Gaja 7, 31000 Osijek
The Republic of Croatia

dkoski@efos.hr

ORCID iD: <https://orcid.org/0009-0006-3978-3550>

TOMISLAV KVESIĆ

tomislavkvesic47@gmail.com

Abstract: This paper has three objectives. First, to explain the functioning of the gold standard system. Second, to describe how exchange rates fluctuated during different periods of the gold standard. Third, to examine the reasons for the cessation of the gold standard. The methodological basis of the research in this paper is a historical approach. In addition to the analytical-synthetic framework, primarily descriptive and comparative methods were used, and the research relied on secondary data sources. The fundamental feature of the gold standard system was the unlimited convertibility of the domestic currency for gold, guaranteed by the central bank at a predetermined parity. Also, international payments in gold were allowed, that is, gold could move freely between countries. In this system, exchange rates fluctuated within a narrow range between the upper and lower gold points. These points were determined by the gold parity, adjusted for the costs of transporting and insuring gold. Later, during the Bretton Woods period, exchange rates fluctuated within a range of $\pm 1\%$ relative to the set parity, maintained by central bank interventions in the foreign exchange market. Although the gold standard system had advantages, primarily manifested in exchange rate stability, its main disadvantage was that the amount of money in circulation was tied to the amount of gold a country possessed. This was a limiting factor in times of war or recession, as well as during periods of increasing international transactions. Due to these shortcomings, the gold standard was officially abolished in 1971.

Keywords: exchange rate, gold standard, Bretton Woods, gold point, adjustable peg

JEL Classification: F31, F32, F33