

Compact Version

In Gold We Trust

Report

24 de Mayo 2022

El Informe completo *In Gold We Trust* de 400 páginas está disponible en: ingoldwetrust.report

Estanflación 2.0



incrementum

Ronald-Peter Stöferle
& Mark J. Valek

Nos gustaría expresar nuestro profundo
agradecimiento a nuestros **Socios Premium** por apoyar el
Informe *In Gold We Trust* 2022



Contenido

Tiene en sus manos la versión abreviada del informe *In Gold We Trust 2022*. El informe completo comprende los siguientes 25 capítulos y puede ser descargado gratuitamente en ingoldwetrust.report.

Capítulo 1

Introducción

Página 4

Capítulo 2

Status Quo del oro

Capítulo 3

Status Quo del oro en relación con la renta variable, bonos y productos básicos

Capítulo 4

Situación de la dinámica de la deuda

Capítulo 5

Status Quo de la tendencia de la inflación

Capítulo 6

Status Quo de la demanda de oro

Capítulo 7

Status Quo: Conclusión

Capítulo 8

Estanflación 2.0

Capítulo 9

La estanflación y un nuevo padrón de oro

Capítulo 10

Un nuevo orden mundial está emergiendo

Capítulo 11

Energía, guerra y Inflación

Capítulo 12

China – en la encrucijada

Capítulo 13

Cuando Roma perdió su moneda de reserva

Capítulo 14

Por qué el dinero fiduciario parece que funciona

Capítulo 15

El almacenamiento del oro

Capítulo 16

El modelo sincrónico de las acciones y el precio del oro

Capítulo 17

Una mejor comprensión del suministro de oro y la demanda de oro

Capítulo 18

El rompecabezas de por qué la plata no ha reaccionado a la inflación

Capítulo 19

Bitcoin

Capítulo 20

Acciones mineras

Capítulo 21

Los retos del sector de la minería del oro

Capítulo 22

Compañías de royalties y streaming

Capítulo 23

La nueva economía de bajas emisiones

Capítulo 24

Análisis técnico

Capítulo 25

¿Quo vadis, aurum?

Página 12

Introducción: Una historia de lobos y osos

„Ignorar las señales de alarma y seguir con las estrategias del pasado es ignorar el tercer y crucial grito de ¡lobo!“

„El niño que gritó lobo: ¿década inflacionaria por delante?“

Especial sobre la inflación de Incrementum

En el otoño de 2020, en medio de la segunda ola de Covid-19, nos vimos impulsados a publicar una edición especial del informe *In Gold We Trust*. En nuestra publicación titulada „El niño que gritó lobo: ¿década inflacionaria por delante?“, utilizamos la parábola de Esopo para lanzar una advertencia urgente sobre el peligro de que la inflación se acerca sigilosamente. La mayoría de los participantes en el mercado ya no estaban familiarizados con este depredador, que se creía extinguido, ya que el último periodo de alta inflación fue hace muchas décadas.

Ahora el lobo está aquí - y domina los titulares. Pero muchos inversores siguen sin ser conscientes de las amenazas que supone para sus carteras. En muchos casos, la gente se esconde tras la ingenua ilusión

de que el lobo volverá a desaparecer al cabo de poco tiempo, así, sin más; y sin haberse dado un festín con ninguna presa.

Ahora el siguiente peligro ya está al acecho: detrás del lobo se esconde un oso. Este oso simboliza una pronunciada desaceleración económica, arrastrando los precios hacia abajo con su zarpa. Una vez más, a la mayoría de los economistas e inversores les pillarán con el pie cambiado.

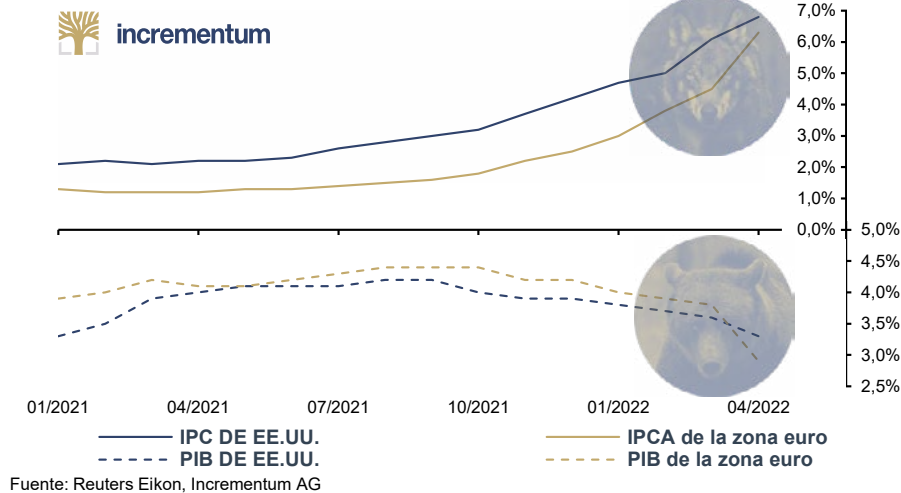
Tras la devastación causada por la pandemia de Covid-19, todo el mundo tenía sus esperanzas puestas en los siguientes años de recuperación. Y en efecto, las cifras récord de crecimiento del año pasado avivaron esta llama de esperanza. Pero estas cifras se debieron principalmente a la

vuelta a una cierta normalidad económica tras el efecto base.

Pero, ¿cuál fue la verdadera yesca que prendió el fuego del crecimiento? Tras los confinamientos globales y el desplome del mercado de valores, la economía estadounidense se contrajo un 9,1% anualizado en el segundo trimestre de 2020, mientras que el PIB mundial se desplomó un 3,1%. Se aplicó una serie de políticas monetarias y fiscales sin precedentes en un intento de limitar el daño económico causado por los confinamientos y evitar la inminente deflación de la deuda.

Los mercados bursátiles reaccionaron con alegría, se evitó la deflación y, pocos meses después, los mercados financieros

Encuestas mensuales sobre la inflación y el PIB para 2022, Estados Unidos y la zona del euro, 01/2021-04/2022



volvieron a estar de enhorabuena. El S&P 500 pasó de su mínimo durante el Covid-19 a un nuevo máximo histórico en sólo 5 meses, y el Nasdaq se disparó un 134% desde el mínimo al máximo en sólo 3 meses.

Pero los efectos secundarios inflacionistas de las brutales medidas de reactivación monetaria y fiscal se manifestaron silenciosamente a lo largo del año pasado. El precio pagado por el rescate de los mercados fue un aumento constante de la inflación, que ya a mediados de 2021 superó el objetivo del 2% marcados por los bancos centrales tanto de EE.UU., como de la zona euro.

Pero los banqueros centrales nos apaciguaron. “No teman al lobo; el aullido que creen oír es sólo su imaginación; el au-

mento de la inflación es meramente *transitorio*”. Consecuentemente, este apaciguamiento también se vio reflejado en las previsiones de inflación divulgadas por las instituciones. La previsión de inflación del BCE es ejemplar por su dramático error de apreciación de la situación. En septiembre de 2021, se proyectó una tasa de inflación del 1,7% para 2022; en diciembre de 2021, la previsión se elevó al 3,2%; y en marzo había subido al 5,1%. **Incluso antes del estallido de la guerra de Ucrania, el BCE casi tuvo que duplicar su previsión de inflación en el plazo de tres meses.**

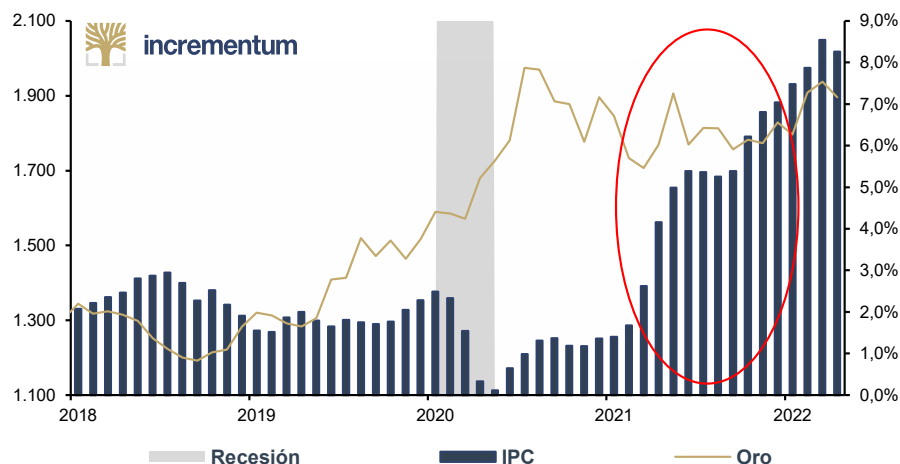
Inicialmente, el precio del oro reaccionó de forma decepcionante al aumento de la inflación del año anterior. A lo largo de 2021, los inversores en oro tuvieron que

conformarse con un modesto rendimiento del +3,6% en euros o del -3,5% en dólares.

Las razones por las que el oro perdió temporalmente su encanto fueron:

- Un fuerte rendimiento previo: 2019: +18,3% (USD), +21% (EUR); 2020: +24,6% (USD), +14,3% (EUR)
- La extrema solidez del dólar estadounidense
- Los altos costes de oportunidad por la subida de los mercados bursátiles
- Los criptoactivos que han robado el protagonismo al oro
- **Lo más importante es que los participantes en el mercado creyeron en la narrativa transitoria y no temieron que la inflación siguiera siendo alta a largo plazo.**

Oro (izq.), en USD, e IPC (dcha.), 01/1970-04/2022



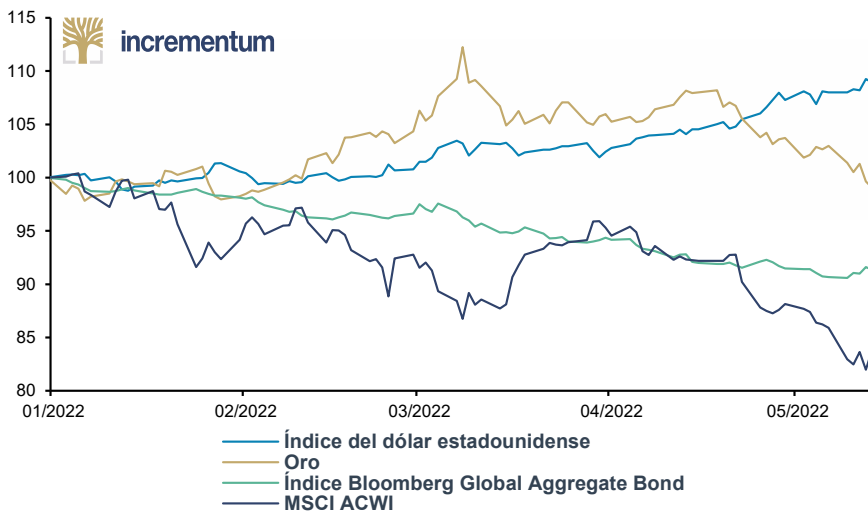
Cuanto más tiempo permanecía la inflación elevada, mayor era el número de participantes del mercado que pensaba que se reflejaría en el precio del oro. **Y no fue hasta principios de 2022 que el precio del oro empezó a reaccionar gradualmente al aumento de la inflación y a las crecientes turbulencias en los mercados de acciones y bonos.**

El oso ruso

Es obvio que el ataque de Rusia a Ucrania continuará teniendo un efecto agravante sobre la situación de la inflación. Rusia es uno de los principales exportadores de materias primas, no sólo en el sector energético. Sin embargo, lo que creemos que se subestima gravemente es el desastroso coste que supone para las economías nacionales la sustitución de los recursos rusos. El ministro alemán de Economía, Robert Habeck, lo expresó de forma sucinta en un debate sobre un posible embargo petrolero de la UE a Rusia: *„¡Esto no puede hacerse sin ningún dolor!„*, JP Morgan estimó a mediados de abril que un embargo petrolero haría que el precio del petróleo se disparara hasta los 185 dólares. Esto supondría un aumento del 70-80% más o menos. No hace falta ser un gran profeta para predecir el impacto de tal salto de precios en la economía y las tasas de inflación. La espiral de sanciones provocará, sin duda, que no sólo el lobo sino también el oso corra desbocado.

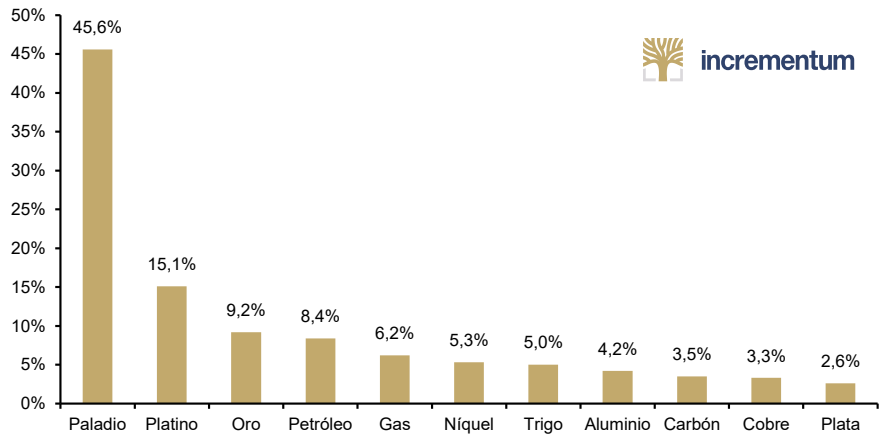
Y ese oso ya se ve merodeando por los mercados de capitales. El S&P 500 ha caído más de un 15 % desde principios de año, mientras que el Nasdaq ha bajado un 25%. Los osos han llegado al antiguo epicentro del mercado alcista estadounidense:

Índice del dólar estadounidense, Oro, Índice Bloomberg Global Aggregate Bond y MSCI-ACWI, en USD, 100 = 31.12.2021, 01/2022-05/2022



Fuente: Reuters Eikon, Incrementum AG

Exportaciones de Rusia, en % de la producción mundial, 2021



Fuente: Bloomberg, JPMorgan, Incrementum AG

los cacareados valores tecnológicos. Pero el plantigrado también anda suelto en los mercados de bonos. En el primer trimestre de 2022, los bonos del Tesoro de EE. UU. registraron su peor rendimiento desde que se iniciaron los registros en 1973, según el índice Bloomberg US Treasury Total Return. Y los bonos del Tesoro a 10 años acaban de tener su séptimo peor trimestre desde la Guerra Civil estadounidense. El oso se ha dejado ver incluso en los mercados de divisas; el índice del dólar estadounidense (USDIX) subió a su nivel más alto desde 2002. El oro aguantó bien en este entorno adverso, pero perdió fuerza a partir de mediados de abril.



La presencia del oso también se está dejando notar en términos económicos. En el primer trimestre de 2022, los EE. UU. probablemente ya registraron un descenso de la producción económica. Tras un crecimiento trimestral anualizado del 6,9% en el cuarto trimestre de 2021, la economía se contrajo un 1,4% en el primer trimestre de 2022, según la última estimación del PIB de la Oficina de Análisis Económico (BEA), aunque la estimación inicial era de un crecimiento superior al 3%. Incluso si el crecimiento del trimestre actual vuelve a ser ligeramente positivo y se puede evitar por el momento una recesión (técnica), una recesión en los próximos 12-18 meses es mucho más probable de lo que actualmente suponen los economistas y el mercado.

La trascendental congelación de las reservas de divisas rusas

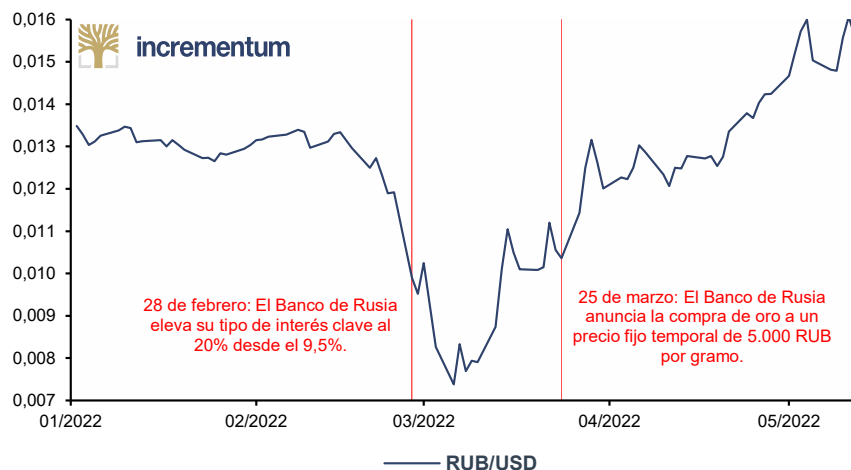
El estatus del dólar estadounidense como moneda de reserva y de comercio mundial está mostrando grietas inequívocas. Llevamos muchos años documentando el proceso de desdolarización. Ahora somos testigos presenciales de una ruptura trascendental de la confianza que está preparando el terreno para el abandono del dólar

como moneda de reserva mundial y, a medio plazo, para acelerar el camino hacia un nuevo orden monetario mundial.

La decisión del G7 y la UE, el 26 de febrero, de congelar las reservas de divisas en dólares y euros del Banco Central de Rusia, que representan alrededor del 60% del total de sus reservas internacionales, pasará a la historia monetaria. Aunque ya ha habido sanciones contra Estados parias como Venezuela, Irán o el Afganistán de los talibanes, nunca antes se habían aplicado contra un Estado con poder de veto en el Consejo de Seguridad de la ONU, antiguo miembro de las principales naciones económicas (G8), potencia nuclear y uno de los más importantes exportadores de materias primas del mundo.

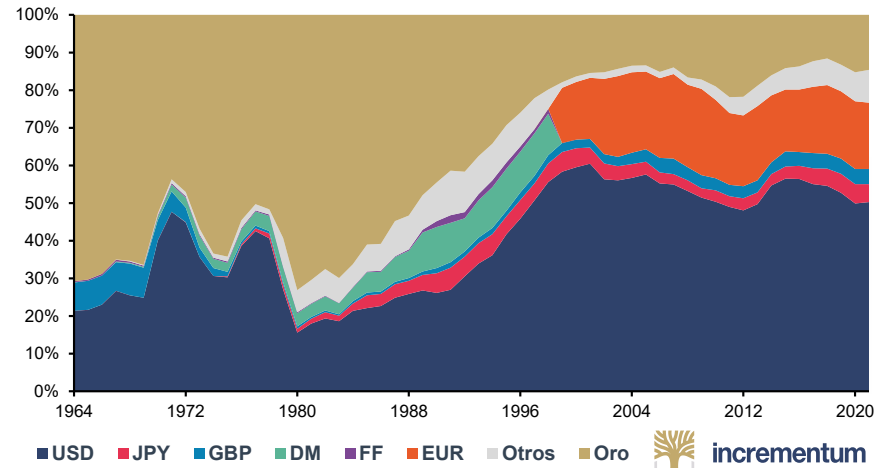
Sin embargo, con la militarización del dinero, es poco probable que EE. UU. y la UE se hayan hecho un favor a medio y largo plazo. **La decisión demuestra claramente a muchas naciones críticas con EE. UU. la rapidez con la que las reservas de dólares estadounidenses pueden pasar de ser un activo de gran liquidez a inservibles trozos de papel impreso.** De hecho, Estados Unidos y la zona del euro han dicho al mundo que **ya no quieren cumplir sus contrapartidas económicas de los acuerdos comerciales anteriores.**

RUB/USD, 01/2022-05/2022



Fuente: Reuters Eikon, Incrementum AG

Composición de las reservas mundiales de divisas, incluido el oro, 1964-2021



Fuente: FMI, Consejo Mundial del Oro, Incrementum AG

El volumen del que hablamos es enorme: las reservas mundiales de divisas de los bancos centrales ascienden a unos 12 billones de dólares, de los cuales el dólar estadounidense representa alrededor del 60% y el euro el 20%. China, en particular, habrá observado con recelo la congelación de las reservas de Rusia y redoblará sus esfuerzos en pro de la soberanía monetaria. Además, la congelación de las reservas de divisas tiene un efecto deflacionista potencialmente fuerte.

Se tomaron notables contramedidas para apoyar el colapso del rublo. Por ejemplo, el Banco Central de Rusia, tras duplicar su tipo de interés hasta el 20%, anunció que pagaría un precio fijo de 5.000 rublos por gramo de oro desde

el 28 de marzo hasta el 30 de junio. Esto equivale a unos 1.940 dólares por onza, lo que establece un suelo para el precio del oro en rublos, y como el oro se negocia en dólares estadounidenses, también establece implícitamente un suelo para el rublo en dólares estadounidenses.

Algunos analistas se han referido erróneamente a este mecanismo como el nuevo patrón oro. Sin embargo, no es así, ya que el banco central no se ha comprometido a canjear rublos por oro, sino que sólo emite rublos y acepta oro. **No obstante, este ejemplo ilustra muy bien que el oro puede utilizarse en cualquier momento no sólo como ancla proverbial, sino también real, de una moneda fiduciaria.**

Lo que resulta extremadamente impresionante es la evolución del valor externo del rublo frente al dólar estadounidense, que a su vez está siendo extremadamente fuerte. Por ejemplo, el rublo cotiza más firme frente al dólar que a principios de año, a pesar de las seis oleadas de duras sanciones contra Rusia que ya están en vigor.

Además de poner suelo del precio del oro, es probable que la decisión de que Rusia deje de aceptar el euro como medio de pago para sus exportaciones haya desempeñado un papel importante en la inesperada fortaleza del rublo. El presidente de la comisión de energía de la Duma

rusa, Pavel Zavalny, hizo el siguiente comentario al respecto de la decisión rusa de no aceptar más el euro como medio de pago: *“Que paguen en moneda fuerte, y esto para nosotros es oro, o que paguen como nos conviene, esto es en la moneda nacional”*. (El énfasis en negrita nuestro). En el futuro Rusia sólo aceptará pagos en rublos o en oro de aquellos países a los que no considere amigos, y de los demás países aceptará el pago en una moneda libremente negociable y posiblemente incluso en Bitcoin.

Nos preocupa que Occidente pueda estar sobrevalorando su posición con respecto a su monopolio de facto sobre las reservas monetarias internacionales. La importancia económica de Oriente – especialmente de Asia – ha aumentado de manera formidable en los últimos 20 años. Este poder ha sido destacado por Sergey Glazyev. Considerado uno de los economistas más influyentes de Rusia, es miembro del Consejo Nacional de Finanzas y ex ministro de Relaciones Económicas Exteriores. También fue asesor económico del presidente Putin entre 2012 y 2019. *Glazyev explicó el papel que desempeñarán las materias primas en el emergente orden monetario multipolar:*

“La tercera y última etapa de la transición hacia un nuevo orden económico implicará la creación de una nueva moneda de pago digital... Una moneda de este tipo puede ser emitida por un conjunto de reservas monetarias

de los países BRICS... la cesta podría contener un índice de precios de las principales materias primas cotizadas: oro y otros metales preciosos, metales industriales clave, hidrocarburos, cereales, azúcar, así como agua y otros recursos naturales... “

Creemos que es factible que el oro, como reserva monetaria neutral, salga particularmente beneficiado a resultas del preocupante conflicto entre Oriente y Occidente. En un mundo cada vez más polarizado que se está dividiendo en dos bloques, el oro puede actuar como intermediario monetario neutral y no estatal. Mientras tanto, la tendencia a que el oro goce de una creciente popularidad entre los bancos centrales no ha cesado desde 2008. **A pesar de ello, y aunque los países BRICS hayan aumentado considerablemente sus reservas de oro en los últimos años, Occidente, especialmente la zona euro y Estados Unidos, sigue estando muy por delante en esta clasificación.**

Aparte de la característica única de que el oro no tiene riesgo de impago o confiscación – siempre que esté seguro en el país que lo posee -, los bancos centrales tienen ahora otro argumento a favor de mantener las reservas en oro. Es probable que las tasas de inflación, que están notablemente por encima de sus respectivos objetivos, socaven aún más la confianza en las monedas de reserva de los gobiernos en los próximos años. **El oro probablemente ga-**

nará más aceptación como moneda de reserva en muchos países y se establecerá cada vez más como ancla de confianza y poder adquisitivo.

Aunque el Bitcoin fue mencionado de pasada por Rusia en este contexto – lo cual es notable –, aún no desempeña un papel importante en el escenario de las actuales monedas de reserva. No obstante, la aceptación de la más antigua de las criptomonedas sigue avanzando de manera progresiva. Cabe destacar también que, aparte de la integración de Bitcoin como activo en los mercados financieros tradicionales, se ha notado un crecimiento en el uso de la red Lightning, el protocolo de procesamiento de pagos respaldado por Bitcoin.

Bitcoin está siendo descubierto por una parte creciente de la población en los países en vías de desarrollo y también se utiliza activamente como medio de pago. Por tanto, se observa una dinámica ascendente. Los bancos centrales, en cambio, siguen sin querer saber nada de la moneda digital descentralizada. Pero, aun así, siempre hay iniciativas interesantes. Por ejemplo, en la asamblea general de abril de 2022 del SNB (Banco Nacional de Suiza), algunos accionistas del banco solicitaron que éste pasara 1.000 millones de francos de sus activos mensuales de eurobonos a Bitcoin. *Como era de esperar, la petición fue rechazada por el banco central, pero no cabe duda de que el banco se encontrará con iniciativas similares cada año.*

| País | Reservas de divisas, en millones de USD. | Reservas totales, en millones de USD. | Reservas de oro, en toneladas | Reservas de oro, en millones de USD | Reservas de oro/reservas totales | Reservas de oro/ PIB |
|---------------|--|---------------------------------------|-------------------------------|-------------------------------------|----------------------------------|----------------------|
| Zona euro | 499,850 | 1,141,117 | 10,270 | 641,267 | 56.20% | 4.41% |
| EE.UU. | 237,182 | 745,053 | 8,133 | 507,871 | 68.17% | 2.00% |
| Rusia | 497,946 | 641,665 | 2,302 | 143,719 | 22.40% | 7.86% |
| China | 3,251,626 | 3,373,282 | 1,948 | 121,656 | 3.61% | 0.61% |
| Suiza | 1,036,009 | 1,100,949 | 1,040 | 64,940 | 5.90% | 7.71% |
| Japón | 1,303,245 | 1,356,070 | 846 | 52,824 | 3.90% | 1.08% |
| India | 563,471 | 610,952 | 760 | 47,481 | 7.77% | 1.44% |
| Taiwán | 549,994 | 576,446 | 424 | 26,452 | 4.59% | 3.14% |
| Arabia Saudí | 441,067 | 461,240 | 323 | 20,173 | 4.37% | 1.94% |
| Singapur | 424,839 | 434,439 | 154 | 9,600 | 2.21% | 2.26% |
| Corea del Sur | 455,833 | 462,355 | 105 | 6,522 | 1.41% | 0.36% |
| Hong Kong | 490,956 | 491,086 | 2 | 130 | 0.03% | 0.04% |

Fuente: FMI, Consejo Mundial del Oro, Incrementum AG (datos del primer trimestre de 2022).

También hay novedades a nivel estatal en relación con Bitcoin: el año pasado, El Salvador introdujo Bitcoin como medio de pago oficial junto al dólar estadounidense. La República Centroafricana ha seguido su ejemplo recientemente. En ambos casos, el FMI se opuso con vehemencia a estas medidas y advirtió del considerable riesgo que estas medidas suponían. Esta institución, que prohíbe a sus Estados miembros vincular sus monedas al oro, se opone obviamente a que el Bitcoin se convierta en dinero oficial. **No se puede evitar tener la impresión de que el FMI es, en el fondo, el guardián supremo del sistema monetario mundial basado en la deuda.**

Del cambio climático monetario a la estanflación 2.0

Antes de pasar a nuestro tema central de este año, la estanflación, permítanos echar un vistazo rápido por el retrovisor. En el informe *In Gold We Trust 2021* hablamos de lo que denominamos *cambio climático monetario*. Con este término aludíamos a un cambio de paradigma de varios niveles desencadenado por la pandemia y las reacciones políticas a la misma, y conformado por los siguientes cinco acontecimientos:

- Despreocupación en la política fiscal
- Fusión de la política monetaria y fiscal
- Nuevas tareas para la política monetaria
- Monedas digitales de los bancos centrales frente a criptomonedas descentralizadas
- La nueva edad de hielo entre Oriente y Occidente

Estas tendencias siguen presentes y se ven reforzadas por la crisis rusa. La despreocupación en la política fiscal continúa sin fisuras después de que la crisis de Covid haya remitido. No se escatiman gastos para desarrollar fuentes de energía alternativas, para rearmarse de manera

formidable y para financiar los costes de las sanciones, pero también para amortiguar los daños causados por la ola de inflación entre los sectores más afectados mediante pagos de nuevas subvenciones y prestaciones. La política monetaria no tendrá más remedio que financiar los desfases presupuestarios adicionales del gobierno monetizando la deuda pública. Las relaciones entre Oriente y Occidente se han enfriado tanto que ya se puede hablar de una Guerra Fría 2.0. Todas estas son dinámicas estructuralmente inflacionistas, que además tienen un efecto de freno sobre el crecimiento.

La unión del lobo y el oso, léase inflación y recesión, equivalen a una estanflación.

Esta es precisamente la idea que se está imponiendo lenta pero inexorablemente. Nada menos que el presidente del célebre Instituto alemán ifo, **Clemens Fuest**, ya nos sorprendió a finales de abril (!) con la siguiente declaración: „*Estamos en medio de una estanflación, al menos en Europa.* „En vista de la tensa situación geopolítica y de los oscuros nubarrones en el cielo econó-

mico, consideramos que la estanflación es muy probable en muchas partes del mundo, especialmente en los EE. UU. y la UE.

Al igual que en 2020 predijimos la actual ola de inflación sin aventurarnos mucho, tampoco nos aventuramos mucho con nuestro anuncio de una estanflación persistente. **Ciertamente no tendremos que soportar una repetición de la estanflación de los años 70; más bien, veremos una estanflación 2.0, con sus numerosas peculiaridades.** Compararemos aquí algunas de las características más importantes, centrándonos en EE. UU.

La estanflación y sus consecuencias en la economía, la sociedad y los mercados financieros es algo escasamente conocido por la gente, y los pocos que han oído hablar de ella seguramente sea gracias a los libros de historia. **En el informe que presentamos este año en *In Gold We Trust* nos ocuparemos de cómo estar preparados para afrontar la simultánea aparición del lobo y el oso; un fenómeno tan raro de observar como una victoria de Alemania en Eurovisión.**

| Factor | Fases de la estanflación 1970-1983 | Estanflación 2.0 |
|---|--|---|
| Desencadenante | Embargo del petróleo en 1973 Guerra del Yom Kippur Revolución iraní de 1979 | Pandemia Covid-19 y confinamientos/medidas de estímulo masivas Problemas de la cadena de suministro Guerra en Ucrania |
| Duración | Varias fases entre 1970 y 1983 | ? |
| Excedente monetario | Hasta el 4,9% (1982) | Hasta el 21,3% (2020) |
| Interés real | En parte positivo, en parte negativo, en su mayoría dentro de un rango de +5%/-5% Fuerte aumento a principios de la década de 1980, hasta menos del +10%. | Actualmente los tipos de interés reales positivos son fuertemente negativos. |
| Déficit presupuestario | Hasta el 5,7% (1983) | Hasta el 15,0% (2020) |
| Deuda | Baja (datos de 1970 y 1982) - Estado: 35.7%; 35.2% - Empresa: 47.0%; 53.1% - Hogares: 44.0%; 47.9% | Alta (datos para 2021) - Estado: 123.4% - Empresa: 77.2% - Hogares: 76,4 |
| Mercado laboral | - Alto grado de organización; - Potencial de crecimiento de la mano de obra | - Bajo nivel de organización - Disminución del potencial de la mano de obra como resultado del cambio demográfico |
| Internacional división del trabajo / geopolítica | - La división del trabajo se mantiene en gran medida estable - Geopolítica: Guerra Fría | - Tras décadas de globalización, ahora la desglobalización - Deslizándose hacia la Guerra Fría 2.0 |
| Evolución del precio del petróleo (WTI) | - Jun 1973-Feb 1974: +184% - Dic 1978-Mayo 1980: +166% | - Dic 2020-Abr 2022: +116%. |
| Régimen monetario | Cambio del patrón monetario de oro por un sistema de tipos de cambio flexibles | El creciente abandono del sistema monetario unipolar con el dólar estadounidense como moneda de anclaje |
| Conclusión | Subidas de tipos de interés, medidas monetarias de choque por parte de Volcker, recesiones | - Posibles crisis de la deuda debido a los altos niveles de endeudamiento - Reorganización del orden monetario internacional |

Fuente: Incrementum AG

In Gold We Trust Report

2022

Tiene en sus manos la versión abreviada del informe
In Gold We Trust 2022. El informe completo consta de 25 capítulos y puede
ser descargado gratuitamente en ingoldwetrust.report.



El Informe completo *In Gold We Trust* de 400 páginas
está disponible en:
ingoldwetrust.report



incrementum

In Gold We Trust
Report

Acompáñenos en nuestro ¡viaje dorado!



In Gold We Trust Report 2022

ingoldwetrust.report/download/19434

In Gold We Trust Report 2022 Compact Version

ingoldwetrust.report/download/19431



In Gold We Trust-Chartbook

ingoldwetrust.report/download/16791



Monthly Gold Compass

ingoldwetrust.report/download/igwt-gold-compass

In Gold We Trust Nuggets

ingoldwetrust.report/igwt-nuggets

In Gold We Trust Classics

ingoldwetrust.report/igwt-classics



In Gold We Trust Archive

ingoldwetrust.report/archiv



LinkedIn

[linkedin.com/showcase/ingoldwetrust-report](https://www.linkedin.com/showcase/ingoldwetrust-report)



Youtube

[youtube.com/c/InGoldWeTrust](https://www.youtube.com/c/InGoldWeTrust)



Twitter

twitter.com/IGWReport



Newsletter

incrementum.li/newsletter

DE EN ES 中文

El padrón oro de todos los informes sobre el oro

ingoldwetrust.report



Quo Vadis, Aurum?

„Nuestro Nuevo Desorden Mundial se caracterizará por una mayor volatilidad, una mayor inflación y una mayor represión financiera.“

Alexander Chartres

La burbuja de todo, la estanflación, el crash de todo...

Desde hace años, las noticias están dominadas por informes sobre crisis mundiales. Una catástrofe parece seguir a la siguiente: crisis financiera, crisis del euro, crisis climática, pandemia, y ahora, desde febrero, una guerra en medio de Europa. Estos tiempos aparentemente caóticos y frágiles en los que vivimos están provocando una creciente incertidumbre y desencanto con las noticias entre amplios sectores de la población. Sin embargo, sorprendentemente, esta incertidumbre se ha manifestado hasta ahora en los mercados de capitales sólo a corto plazo. Si se observa la evolución a largo plazo de los mer-

cados mundiales de valores y de bonos, uno podría pensar que ninguna de estas crisis jamás ocurrió.

Una de las principales razones de los espectaculares rendimientos de los inversores en acciones, pero también de los inversores en bienes inmuebles y en bonos, especialmente en los últimos 25 años, es que cada crisis fue respondida con medidas de política monetaria cada vez más extremas en línea con el espíritu imperante en la era intervencionista. Los participantes en el mercado han sido condicionados como perros de Pavlov a responder a los movimientos de la Reserva Federal. **El verdadero coste de esta política expansiva monetaria se ha mantenido oculto durante muchos años.**

El requisito previo para mantener este engaño era, en primer lugar, las enormes fuerzas estructurales desinflacionarias. La avalancha de liquidez creada de la nada se derramó inicialmente en los mercados de capitales e infló cada vez más los precios de los activos. Esta *burbuja de todo* dio la impresión de que el crecimiento podía continuar impasible, que los déficits y la expansión monetaria no eran un problema, y que incluso los confinamientos globales y las paradas de producción sólo podían perjudicar a la economía a corto plazo. Sin embargo, las intervenciones en respuesta a la crisis del Covid marcaron un cambio. **Lo que denominamos como cambio climático monetario marcó el comienzo de un cambio de paradigma hacia un entorno inflacionario.** La guerra en Ucrania y las

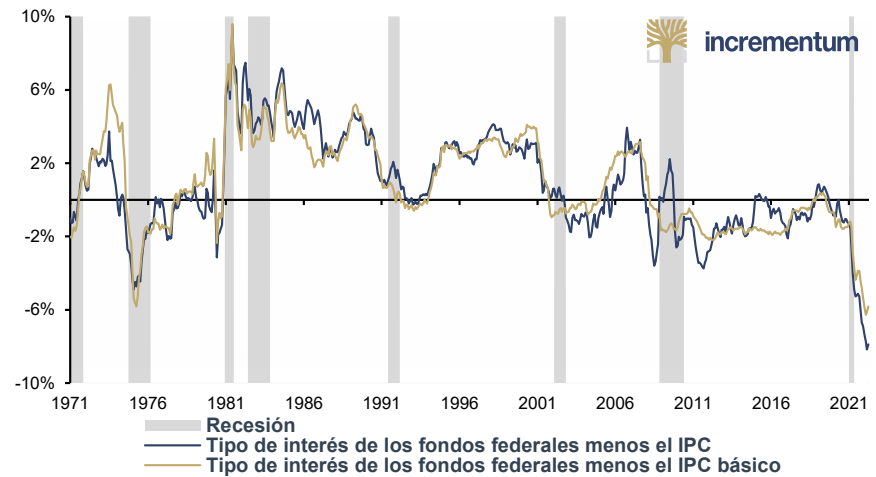
sanciones y restricciones a la exportación que la acompañan son sólo un acelerador más.

Ahora nos encontramos en el inicio de una gran *decepción*. Mientras que al menos una pequeña parte de la población pudo disfrutar del aumento del valor de activos en tiempos de desinflación, tanto consumidores como inversores están sufriendo cada vez más en una época caracterizada por el aumento de las tasas de inflación.

La omnipresente inflación supone una notable reducción del nivel de vida de la mayoría de las personas. Cuando el tamaño del *pastel* se reduce – ya sea en forma de precios más altos, tamaños de envases más pequeños o sopas más aguadas – las consecuencias de la inflación tienen un gran impacto en el comportamiento de los consumidores y en la actividad inversora. Las cuestiones relacionadas a la distribución de la riqueza serán objeto de luchas más fuertes a nivel social, contribuyendo a tensar relaciones nacionales e internacionales y exacerbando aún más la polarización ya existente. **El regreso del lobo de la inflación y todas las calamidades asociadas a él están poniendo cada vez mayor presión a los guardianes de la moneda para que ésta mantenga su poder adquisitivo.**

Por lo tanto, los responsables de la política monetaria están entre la espada y la pared. Se ven obligados a fingir, al menos, que se enfrentan al lobo. Sin embargo, los tímidos intentos de frenar la marea de liquidez están empezando a exponer problemas que han sido enmascarados durante años, si no décadas, por las medidas de emergencia. Al igual que en 2018, cuando advertimos de las inevitables consecuencias del intento de giro de las mareas monetarias, ahora lanzamos otra advertencia explícita. **Además de tener al lobo de la inflación, ahora se cierne el oso de la recesión y el consiguiente mercado bajista.**

Tipo objetivo de los fondos federales menos el IPC, y tipo objetivo de los fondos federales menos el IPC básico, 01/1971-04/2022



Fuente: Reuters Eikon, Incrementum AG

El malogrado acto de equilibrio

Viendo todos los indicadores de inflación en máximos de los últimos 10 años – precios al consumo, inflación subyacente, precios de producción, precios de importación – muchos otrora expansionistas monetarios han pasado de ser palomas a halcones monetarios en los últimos meses, abogando por un endurecimiento de los tipos de interés. De hecho, en los EE. UU. se tiene la impresión de que la Reserva Federal no puede subir los tipos de interés con la suficiente rapidez; cosa que no extraña con una tasa de inflación del 8,3%.

El tipo de interés real nunca ha sido tan bajo como lo es actualmente. Las primeras subidas de los tipos de interés no han hecho nada para cambiar esta situación. Si calculamos el tipo de interés real sobre la base de la tasa de inflación subyacente, el tipo de interés real está en su nivel más bajo desde 1971.

Según las estadísticas oficiales de desempleo e inflación, la Reserva Federal, que persigue un doble mandato en materia de empleo y estabilidad de precios, debería haber actuado hace tiempo. El diferencial entre el IPC y la tasa de desempleo en EE. UU. es actualmente más alto de lo que ha sido durante cuatro décadas. Sin

embargo, en aquel entonces el tipo de interés era de 15 puntos porcentuales (!) más alto que hoy.

Sorprendentemente, incluso Jerome Powell ha admitido recientemente que la Reserva Federal llega ahora demasiado tarde: “Si tuviera una retrospectiva perfecta, volverías atrás y probablemente habría sido mejor que hubiéramos subido los tipos un poco antes”. Por lo tanto, para preservar lo que quedaba de su credibilidad, la Reserva Federal no tuvo más remedio que anunciar movimientos agresivos de los tipos de interés y empezar a aplicarlos. El ritmo y el ímpetu del esperado ciclo de endurecimiento que ya ha comenzado – un tipo de los fondos de la Fed de casi el 3,50% para el verano de 2023 y un ritmo anualizado de venta de activos por parte de la Fed de 1,14 billones de dólares (denominado Quantitative Tightening o endurecimiento cuantitativo) – sería el endurecimiento monetario más agresivo desde la era Paul Volcker.

Además de frenar la inflación, el objetivo adicional ya declarado es gestionar el cambio de rumbo de la política monetaria sin provocar una recesión. Sin embargo, en nuestra opinión, este *atterrizaje suave* caminando sobre la cuerda floja está condenado al fracaso desde el principio. Un vistazo a la historia y a los últimos informes de *In Gold We Trust*¹ confirma nuestras dudas.

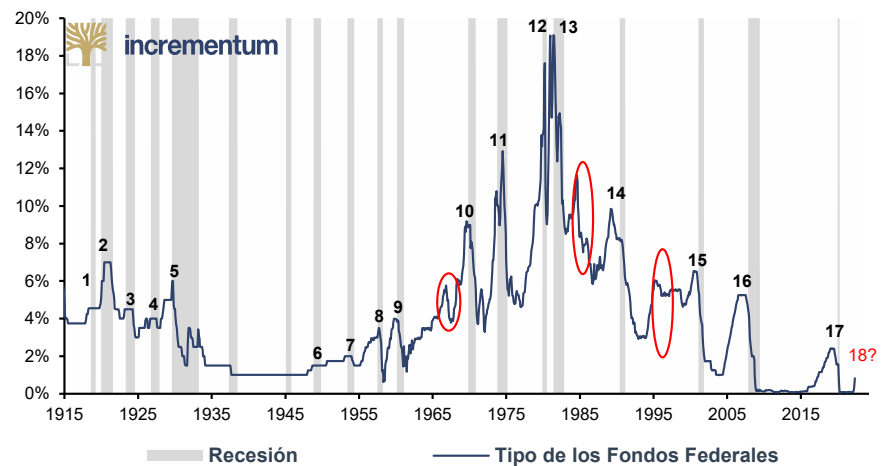
A modo de recordatorio, desde principios de la década de 1980, todos los ciclos de subidas de tipos de interés han terminado por debajo del máximo del ciclo anterior. Esto significaría que, según el antiguo patrón, las subidas de tipos se estancarían como muy tarde en una horquilla de tipos de interés del 2,25-2,50%. Así, en el cuarto trimestre de 2018, la Reserva Federal se vio obligada por los mercados a dar un giro de 180 grados en su política monetaria hacia una política más laxa. El S&P 500 cedió más de un 20% entretanto; y ya en enero de 2019 Powell abandonó el modo “piloto automático”, que acababa de anunciar a principios de diciembre de 2018, para consternación de los mercados financieros.

Pero esta vez se supone que todo es diferente, al menos eso es lo que la Reserva Federal y gran parte del gremio de economistas quieren hacernos creer. Sin embargo, el siguiente gráfico cuenta una historia diferente, ya que sólo 3 de los 20 ciclos de subidas de tipos de interés no terminaron en una recesión.

Endurecimiento cuantitativo: muy, muy aterrador

El endurecimiento de la política monetaria estadounidense no sólo consiste en subidas agresivas de los tipos de interés.

Tipo de interés de los fondos federales, 01/1915-05/2022



Fuente: Reuters Eikon, Incrementum AG

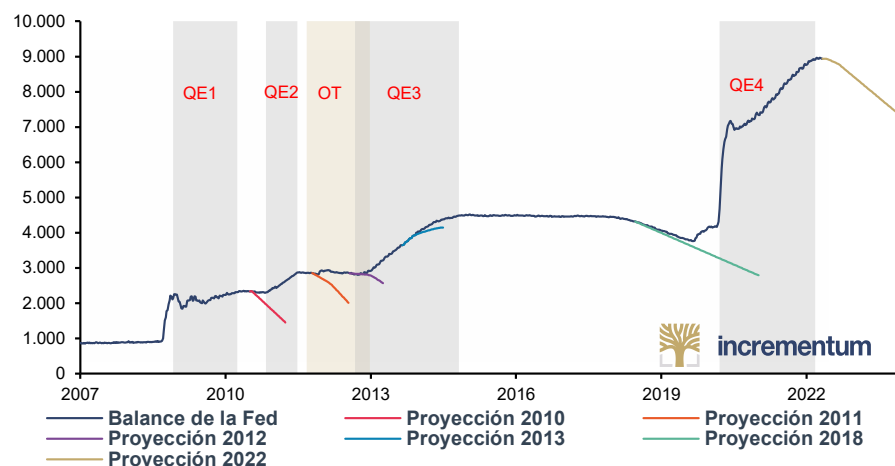
Al mismo tiempo, también está previsto un endurecimiento cuantitativo (en inglés QT or Quantitative Tightening), es decir, una reducción del balance de la Reserva Federal. En nuestra opinión, los planes de QT son ambiciosos, por no decir ilusorios. El balance de la Reserva Federal se reducirá en 522.500 millones de dólares sólo en 2022 y en 1.140 billones de dólares en 2023. Eso supondría una reducción de casi el 6% en el año en curso y otro 13% aproximadamente el año que viene. Este proceso continuará hasta que la Reserva Federal decida que el balance se ha „normalizado“ o hasta que la próxima crisis obligue a un cambio de rumbo. Esto último es definitivamente más probable que ocurra.

Echemos ahora un vistazo al pasado. Los programas de estímulo QE (Quantitative Easing, o política monetaria expansiva) de la Reserva Federal hasta la fecha han tenido los siguientes efectos en los mercados de capitales:

- Subida de los mercados bursátiles
- Aumento del apetito de riesgo
- Caída de los diferenciales de rendimiento (bonos corporativos, bonos basura)
- La caída de los tipos de interés
- La inflación de precios controlada
- Una volatilidad súper reducida

Parece lógico suponer que el programa de endurecimiento cuantitativo (QT) tendrá las consecuencias exactamente opuestas a las de la política expansiva (QE). Como recordatorio, el último proceso de endurecimiento fue gradual y cauteloso. La Reserva Federal comenzó el QT en octubre de 2017, casi dos años después de la primera subida de tipos. El volumen de QT se incrementó solo lentamente, de 10.000 millones de dólares al mes a 50.000 millones de dólares al mes en el cuarto trimestre de 2018. La fuerte corrección del mercado de renta variable en diciembre de 2018 obligó a la Fed a suspender las subidas de tipos y a anunciar un rápido fin del QT. Apenas unos trimestres después, el balance de la Fed volvió a crecer.

Senda del balance de la Fed, en millones de USD, 01/2007-01/2024e

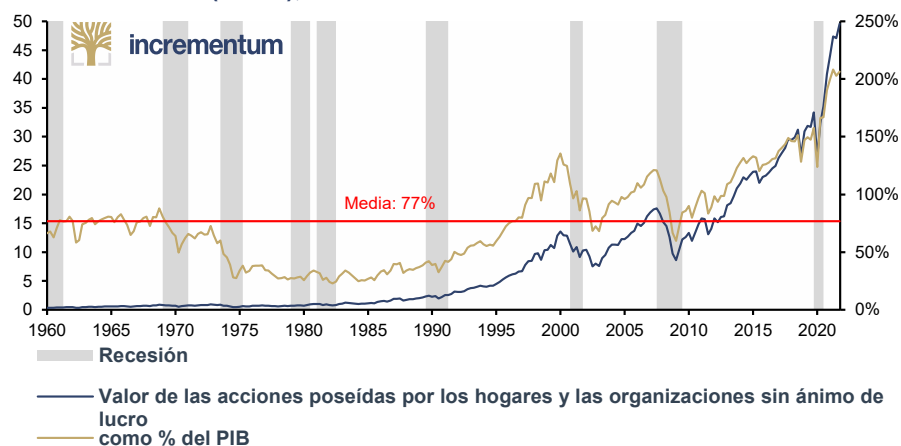


Fuente: Reuters Eikon, Federal Reserve, Incrementum AG

¿Puede la reducción del balance del banco central tener éxito esta vez sin provocar una recesión y/o una repetición de la crisis financiera? La duda está más que justificada. En sus 109 años de historia, la Reserva Federal ha intentado reducir su balance exactamente siete veces (1921-22, 1928-1930, 1937, 1941, 1948-1950, 2000 y 2017-2019).² El episodio de 2017-2019 puede prácticamente descartarse, porque la Fed tuvo que abandonar rápidamente su política de endurecimiento. Y en cinco de los seis intentos anteriores en los que la Fed trató de implementar un programa de QT se acabó entrando en una recesión. La única excepción fue la de 1941, el año en el que Estados Unidos entró en la Segunda Guerra Mundial.

La Reserva Federal corre el riesgo de sobrestimar el impacto de las subidas de tipos y las reducciones de balance a la hora de contener la inflación, del mismo modo que subestimó el impacto de las bajadas de tipos de interés en la inflación. Esto se debe a que el consumidor estadounidense depende cada vez más de los precios elevados y alcistas de los activos. En el cuarto trimestre de 2021, el número de acciones en manos de hogares y familias alcanzaron un nuevo máximo histórico de 50 billones de dólares. Esta cantidad equivale al doble de la producción económica anual de EE.UU., muy por encima de la media histórica del 77%. Hace una década, los

Valor de las acciones poseídas por los hogares y las organizaciones sin ánimo de lucro (izda.), en millardos de USD, y como % del PIB (dcha.), Q1/1960Q4/2021



Fuente: Federal Reserve St. Louis, Incrementum AG

hogares sólo poseían acciones por valor de 12,8 billones de dólares, correspondiente a un 80% del PIB. Por esta razón, una corrección del 20% hoy en día sería equivalente a un desplome del 60% hace 10 años.

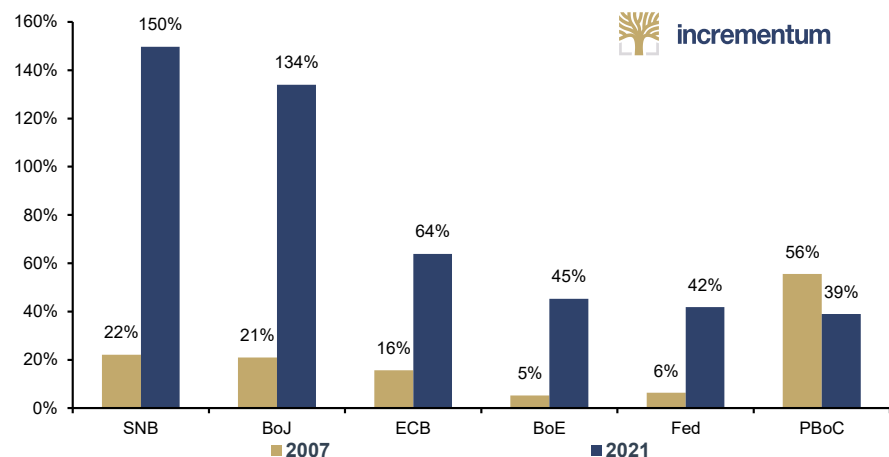
Mientras la Reserva Federal intenta dar marcha atrás en su política monetaria, el surrealismo monetario se practica alegremente en otros lugares. Los programas de estímulo (QE) de los demás grandes bancos centrales, como el BCE y el Banco de Japón, siguen en marcha, aunque aquí también aumentan las voces a favor de una salida prudente. El siguiente gráfico muestra claramente que los balances del Banco de Japón y del Banco Nacional de Suiza son significativamente mayores en relación con el PIB que los de sus homólogos. Tam-

bién puede verse que – con la excepción del banco central chino – los balances de los bancos centrales han crecido de manera considerable en relación con el PIB.

Mientras los banqueros centrales de Estados Unidos, Reino Unido y otros países han tardado en poner en marcha el ciclo de subidas de tipos de interés, la presidenta del BCE, Christine Lagarde, y muchos otros representantes del Consejo de Gobierno parecen no tener ni idea de lo que es un halcón de la política monetaria. **Parece necesario un tutorial de ornitología económica, porque ahora hay menos halcones en el BCE que cabras montesas en Holanda.** Con las medidas blandas de “las palomas”, es decir es decir con la mayor pasividad posible en la política monetaria, el BCE espera que el problema de la inflación desaparezca por sí solo, el BCE espera que el problema de la inflación desaparezca por sí solo. Sin embargo, este enfoque no es blando o ingenuo; sino más bien incendiario. **En la zona euro, por ejemplo, los precios de producción suben ahora a un ritmo del 5,3% mensual, lo que supone un crecimiento más fuerte que el crecimiento que solía darse en todo un año.**

La esperanza de que esta actitud de espera evite otra crisis del euro resultará falsa. **Las amargas pérdidas del euro frente al dólar**

Balances de los bancos centrales, en % del PIB, 2007 y 2021



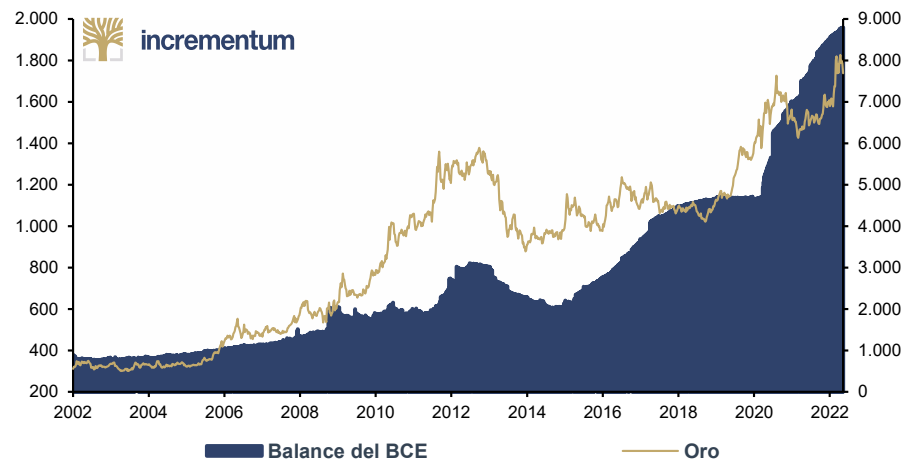
Fuente: Estadísticas del Banco Central, Banco Mundial, Incrementum AG

estadounidense – que no hacen sino aumentar la presión inflacionista en la zona del euro – y el consiguiente comportamiento del precio del oro en euros lo demuestran de forma contundente.

De entre los países industrializados, la relajación monetaria parece haber avanzado más en el País del Sol Naciente. Por lo tanto, hay que prestar especial atención a la evolución de la política monetaria en Japón, ya que podría servir de modelo para el mundo occidental. La escalada del control de la curva de rendimiento en Japón ya está surtiendo efecto. **El precio del oro ha marcado recientemente numerosos máximos históricos en JPY.**

Los bancos centrales se enfrentan así a un dilema irresoluble, un dilema que ellos mismos provocaron con su política monetaria ultra laxa y que agravaron durante meses con su negación del aumento de la inflación. Ahora están sentados en ese pozo que ellos mismos se han cavado.³ La gran pregunta es: ¿Qué pasa si los bancos centrales tienen que pulsar el botón de pausa de la política monetaria y rebobinar? En nuestra opinión, esto daría paso a la siguiente ola de devaluación e inflación y fragilizaría aún más las monedas del mundo occidental. **En este caso, estaría en juego nada menos que la credibilidad de los bancos centrales. Y con ella, la confianza en el propio dinero fiduciario.**

Oro (izda.), en euros, y balance del BCE (dcha.), en millardos de EUR, 01/2002-05/2022



Fuente: Reuters Eikon, Incrementum AG

Estanflación 2.0: ¿la pesadilla de las carteras equilibradas?

Durante años, el tema de la inflación fue tan relevante para los mercados de capitales como estudiarse los partes de nieve en el Sahara; ha pasado tanto tiempo que muchos inversores han olvidado o nunca tuvieron que pensar en cómo se comportan ciertas clases de activos en un entorno altamente inflacionario.

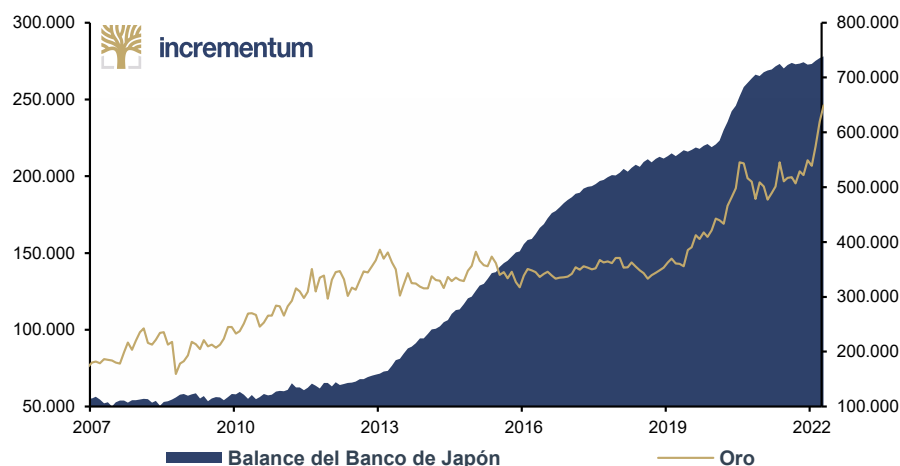
Para una gran proporción de carteras mixtas, la caída simultánea de acciones y bonos es el peor escenario posible. **En los últimos 90 años, sólo ha habido cuatro años en**

los que tanto las acciones como los bonos estadounidenses tuvieron un rendimiento negativo en el mismo año. A día de hoy, todo indica que 2022 podría ser el quinto año.

Pero, ¿cuáles fueron los detonantes que dieron lugar a este doble golpe en aquellos años?⁴

- En 1931, en medio de la Gran Depresión, la libra esterlina, entonces la moneda de reserva del mundo, se devaluó y se sacó del patrón oro. Esto tuvo un efecto inflacionario.
- En 1941, Estados Unidos fue atacado por Japón y se vio envuelta en la Segunda Guerra Mundial. Poco después se introdujo el control de la curva de tipos

Oro (izda.), en JPY, y balance del Banco de Japón (dcha.), en millardos de JPY, 01/2007-04/2022



Fuente: Reuters Eikon, Incrementum AG

| Año | S&P 500 | UST10Y |
|----------|---------|--------|
| 1931 | -43.84% | -2.56% |
| 1941 | -12.77% | -2.02% |
| 1969 | -8.24% | -5.01% |
| 2018 | -4.23% | -0.02% |
| 2022 YTD | -15.57% | -9.04% |

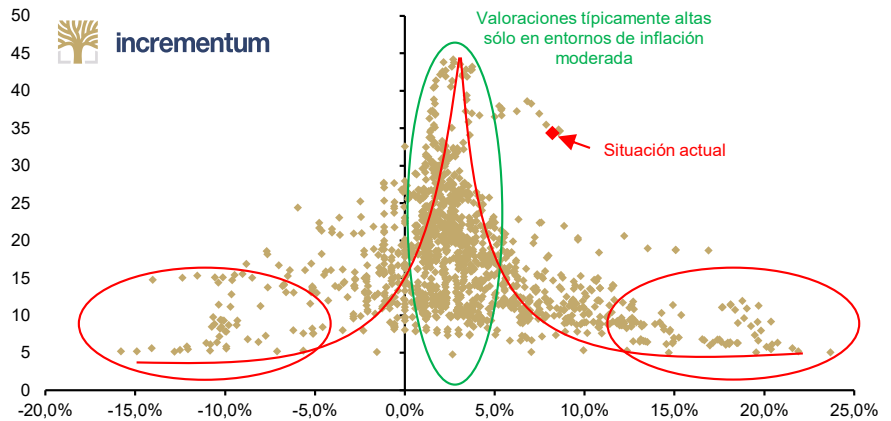
Fuente: NYU, Reuters Eikon (a 13 de mayo de 2022), Incrementum AG.

de interés (YCC), que también resultó ser inflacionista.⁵

- 1969 marcó el inicio de una era altamente inflacionaria, con la devaluación del dólar estadounidense sólo 18 meses después y la liberación por parte de Nixon – inicialmente temporal – de la obligación de canjear el oro. Esto volvió a tener un efecto inflacionista.
- En 2018, la Reserva Federal se vio obligada a poner fin a su programa de subidas de tipos de interés tras las fuertes pérdidas sufridas en los mercados bursátiles. Siete meses después, comenzó el siguiente ciclo de recorte de tipos. En respuesta a la subida de los tipos de interés en operaciones repo, la Fed comenzó de nuevo a ampliar su balance. El efecto fue de nuevo inflacionario.

Se puede ver que la inflación desempeñó un papel central en todos los casos mencionados. Pero no sólo los activos se devalúan por la inflación, sino también los modelos de negocio de muchas empresas. **Por eso hemos señalado repetidamente en años anteriores que la selección del sector de renta variable o empresa adecuados adquiere una importancia mucho mayor cuando la inflación se sitúa por encima de la „zona de bienestar“, en torno al 4%.** El hecho de que unas tasas de inflación elevadas representen inicialmente un viento en contra para la renta variable se confirma también en el siguiente gráfico.

Tasa de inflación del IPC (eje de abscisas), y relación P/E de Shiller (eje de ordenadas), 01/1900-04/2022



Fuente: Robert J. Shiller, Incrementum AG

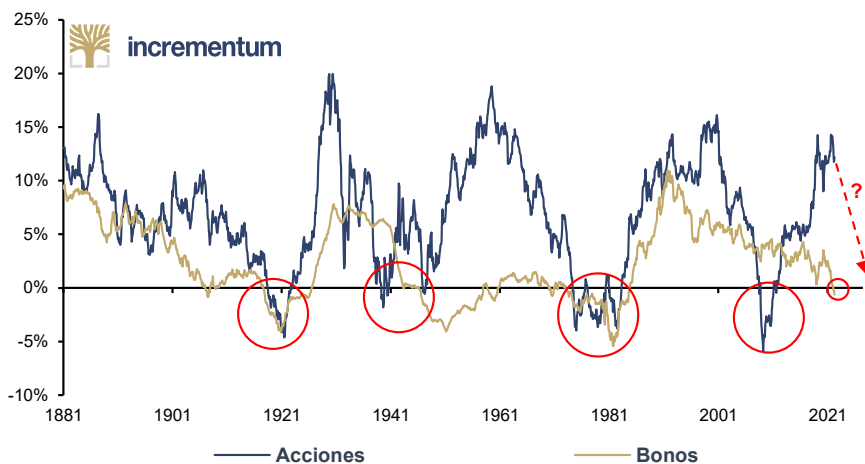
fico, que muestra las valoraciones mensuales del S&P 500 basadas en el PER de Shiller (Shiller P/E ratio) y la tasa de inflación asociada.

Resulta que la renta variable suele tener un mal comportamiento en entornos fuertemente deflacionarios y altamente inflacionarios. Esto se debe principalmente a que las ventas y los márgenes de las empresas se ven presionados. Debido a las elevadas tasas de inflación actuales, el S&P 500 sigue estando demasiado valorado, con un PER de Shiller ligeramente inferior a 34. Para **mantenerse fiel a la pauta empírica anterior, el PER de Shiller (Shiller P/E ratio) tendría que reducirse aproximadamente a la mitad si la tasa de inflación se mantuviera constante.**

Por tanto, para volver a un valor dentro de la pauta estadística general, tendrían que bajar los precios, la tasa de inflación, o ambos. Esperamos que la inflación en EE. UU. alcance un máximo *provisional* en el transcurso de este año. Impulsada por el debilitamiento de la demanda, las tendencias cada vez más recesivas y el desvanecimiento de los efectos de base, la inflación se ralentizará, pero se espera que se mantenga por encima del 5% interanual este año. **En este caso, una continuación de la corrección en el mercado de renta variable estadounidense sería totalmente apropiada desde el punto de vista de la valoración.**

El siguiente gráfico muestra la evolución de los rendimientos reales anualizados a 10 años de las acciones (S&P 500 TR) y los bonos (bonos del Tesoro de EE. UU. a 10 años) durante los últimos 140 años. Cabe destacar que los rendimientos son en su mayoría simétricos, lo que sugiere una correlación positiva entre las dos clases de activos a largo plazo. Sin embargo, mientras que la renta variable sigue produciendo altos rendimientos, la rentabilidad real anualizada de los bonos se encuentra en territorio negativo por primera vez en casi 40 años.

Rentabilidad real anualizada a 10 años de las acciones y los bonos*, 01/1881-04/2022

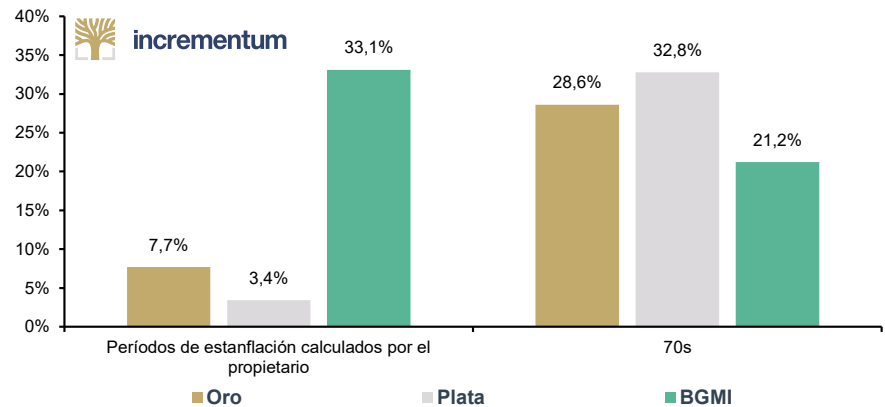


Fuente: Robert J. Shiller, Incrementum AG
 *Acciones = S&P 500 TR/Bonos = Bonos del Tesoro estadounidense a 10 años

En los últimos 140 años, la rentabilidad de las acciones sólo ha caído en territorio negativo en cuatro ocasiones. Los desencadenantes fueron las dos guerras mundiales, la estanflación de la década de 1970 y la crisis financiera de 2007/08. Y cada vez, antes de que la rentabilidad a largo plazo se desplomara, el mercado bursátil había estado previamente en una fase de euforia, caracterizada por rentabilidades anualizadas muy superiores al 10% en algunos casos.

El máximo del ciclo actual data de septiembre de 2021, con una rentabilidad del 14,3%. Desde entonces, la rentabilidad ha ido ligeramente a la baja. La pregunta ahora es, ¿cuál es el compañero de cartera alternativo o ideal al de la renta variable cuando los bonos, con una alta correlación positiva con la renta variable, tienen una rentabilidad real negativa a largo plazo

Rentabilidad real media anualizada del oro, la plata y el BGMI durante los períodos de estanflación calculados por el propietario y en los años 70



Fuente: Reuters Eikon, goldchartsrus.com, Incrementum AG

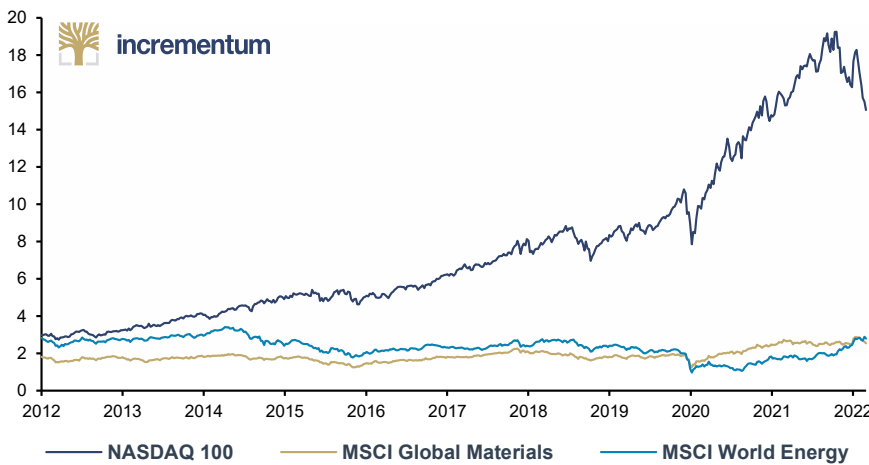
en un entorno de estanflación? **Nuestro análisis cuantitativo muestra que el oro, la plata y las acciones mineras han tenido históricamente un rendimiento superior en tiempos de estanflación.**

Una cosa es segura: no podrá vencer la fuerza combinada de un lobo y un oso manteniendo la clásica cartera 60/40. El rendimiento histórico del oro, la plata y las materias primas en los anteriores períodos de estanflación aboga por una ponderación de estos activos más elevada que en circunstancias normales. Igualmente, la sobrevaloración relativa de las empresas tecnológicas frente a las empresas productoras de materias primas es un indicador de que quizá sea hora de realizar una inversión a contracorriente en favor de éstas últimas.

Los estrategias de mercado de BoA ya hablan de las FAANG 2.0:

- Fuels (Combustibles)
- Aeroespacial
- Agricultura
- Nuclear y energías renovables
- Gold (Oro) y metales/minerales

Capitalización bursátil del NASDAQ 100, MSCI Global Materials y MSCI World Energy, en billones USD, 03/2012-05/2022



Fuente: Bloomberg, Incrementum AG

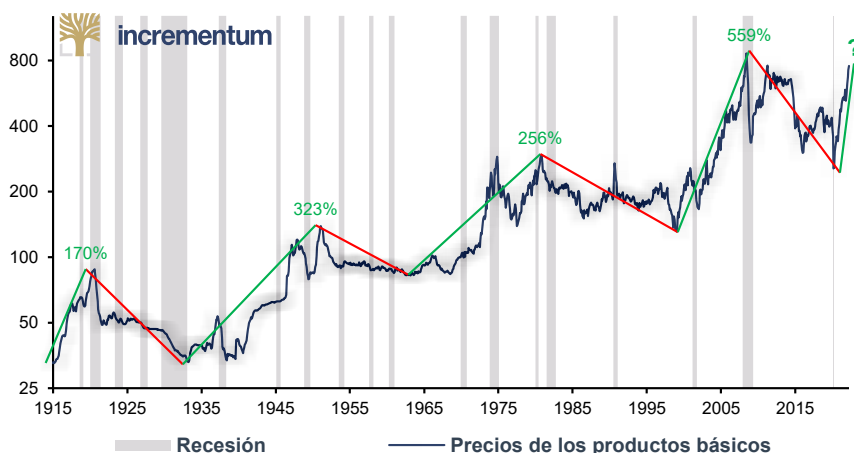
| | Duración de la recesión | S&P 500 | | | | Oro en USD | | | | Oro en euros | | | |
|--------------------------|-------------------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|--------------|-------------|--------------|-------------|
| | | Fase 1 | Fase 2 | Fase 3 | Fase 4 | Fase 1 | Fase 2 | Fase 3 | Fase 4 | Fase 1 | Fase 2 | Fase 3 | Fase 4 |
| 1 st Recesión | Q1/1970 - Q4/1970 | -1.8% | -4.6% | -7.0% | 7.0% | -8.9% | -6.6% | 0.0% | 5.9% | | 4.6% | 11.1% | 3.0% |
| 2 nd Recesión | Q1/1974 - Q1/1975 | -8.0% | 0.3% | -15.0% | 16.6% | -10.9% | 58.5% | 89.7% | -1.1% | 7.2% | 51.8% | 51.0% | -6.2% |
| 3 rd Recesión | Q2/1980 - Q3/1980 | 7.1% | -2.1% | 7.7% | 10.0% | 70.1% | -22.8% | -5.9% | 21.8% | 27.5% | 0.5% | 20.2% | -1.6% |
| 4 th Recesión | Q4/1981 - Q4/1982 | -7.4% | 2.9% | 12.8% | 15.9% | -14.6% | 0.8% | 1.2% | 14.2% | 2.6% | -4.8% | 21.0% | 10.4% |
| 5 th Recesión | Q4/1990 - Q1/1991 | -10.7% | -0.1% | 13.8% | 13.9% | 7.1% | -3.3% | -7.9% | -4.7% | 4.6% | -9.3% | -12.2% | -3.6% |
| 6 th Recesión | Q2/2001 - Q4/2001 | -5.7% | 1.3% | -8.1% | 0.5% | -1.5% | 3.8% | 5.4% | 1.3% | -0.8% | 8.3% | 5.5% | -4.4% |
| 7 th Recesión | Q1/2008 - Q2/2009 | 0.5% | -10.2% | -50.4% | -18.0% | 21.6% | 14.3% | 16.3% | 24.0% | 2.2% | 12.2% | 31.4% | 19.8% |
| 8 th Recesión | Q1/2020 - Q2/2020 | 8.5% | -20.0% | -4.0% | 20.0% | 3.1% | 3.6% | 17.4% | 13.3% | 0.2% | 5.3% | 17.1% | 11.2% |
| | Promedio: | -2.2% | -4.1% | -6.3% | 8.2% | 8.2% | 6.0% | 14.5% | 9.3% | 6.2% | 8.6% | 18.1% | 3.6% |

Fuente: Reserva Federal de San Luis, Consejo Mundial del Oro, Incrementum AG

Para el oro, las recesiones suelen ser un entorno positivo. Como ha demostrado nuestro análisis en el informe 2019 *In Gold We Trust*⁶, los momentos en los que el oro domina los mercados y la economía real son buenos para el oro. Si observamos el rendimiento a lo largo de todo el ciclo de recesión, cabe destacar que en cada uno de los cuatro periodos recesivos⁷ el oro experimentó importantes ganancias de precio de media, tanto en términos de dólares estadounidenses como de euros. Por el contrario, la renta variable, medida por el S&P 500, sólo pudo obtener ganancias significativas en la fase final de la recesión. **Así pues, el oro fue capaz de compensar magníficamente las pérdidas de la renta variable en las primeras fases de la recesión.** Además, es llamativo que, por término medio, cuanto mayores eran las pérdidas de precio del S&P 500, más fuerte era el rendimiento del oro. **De hecho, resultó ser así también durante la última recesión de 2020.**

En general, puede verse que el oro ha sido capaz de amortiguar en gran medida las pérdidas de las cotizaciones durante las recesiones. En cambio, para los bonos, el clásico diversificador de la renta variable, las cosas no pintan tan bien. El alto nivel de endeudamiento, la zombificación de la economía y la política monetaria aún muy laxa reducen el potencial de los bonos como cobertura de la renta variable. **Por lo tanto, el oro seguirá siendo un componente indispensable de la cartera en el futuro, que permitirá a los inversores dormir tranquilos en situaciones de tensión en los mercados financieros.**

Precios de los productos básicos*, 01/1915-04/2022



Fuente: Alpine Macro, Federal Reserve St. Louis, Reuters Eikon, Incrementum AG
 *1913-1934 US PPI Industrial Commodities, 1935-1949 Spot Price 28 Commodities, 1950-1969 Spot Price 22 Commodities, desde 1970 S&P GSCI

¿La Guerra Fría 2.0 como motor de la inflación estructural?

En su bestseller *The Great Illusion (La gran ilusión)*, publicado en 1911, Norman Angell, que más tarde sería galardonado con el Premio Nobel de la Paz, expuso el argumento, basado en teoría de juegos, que las guerras entre las naciones industrializadas, en vista de la interdependencia económica internacional existente, supondrían unos costes económicos y sociales tan elevados que sería irracional iniciar una. El título de libro, *la gran ilusión*, hace alusión a la ilusión que sufren los jefes de estado al pensar que existe una recompensa positiva a la hora de invadir un país.

Resulta penoso que, después de más de cien años, una gran parte de la opinión pública y de la élite política haya podido volver a caer exactamente en el mismo engaño. Hasta el 23 de febrero de este año, persistía la creencia en un orden mundial, ante el cual, según Peter Sloterdijk, la gente en gran parte de Europa se convencía de que „habíamos dejado la época en la que se producen las guerras“, mientras Putin movilizaba sus fuerzas ante los ojos de todos pero en el punto ciego de esta visión del mundo.

Esperamos y creemos que se evitará una escalada hasta el extremo de enfrentar a la OTAN y Rusia. Pero entrar en una prolongada, costosa y agotadora segunda Guerra Fría parece cada vez más probable. *Punto de inflexión, cambio de paradigma y censura* son algunos de los términos que se han utilizado recientemente de forma casi hiperinflacionaria. El hecho es que numerosas clases de activos ya han puesto en precio una prima geopolítica (de guerra) y que el apogeo de la globalización y su efecto desinflacionario han llegado a su fin.

Rusia será un Estado paria para la comunidad occidental durante muchos años. Como reacción, Rusia se volcará cada vez más en Asia económica y políticamente. El gasoducto planeado Power of Siberia 2, de 2.600 km de longitud, por ejemplo, permitirá a Rusia suministrar en el futuro gas natural de Siberia occidental desde la península de Yamal a China. Actualmente, a través de la red de gasoductos existente, es posible exportar sólo a Europa.

En este nuevo escenario, parece probable que una *comunidad occidental de valores compartidos* y una *comunidad panasiática de conveniencia* dominada por China y Rusia se disputen los asuntos mundiales en el futuro. Las regiones que tradicionalmente no se han adherido a ninguno de los dos bloques (América Latina, los Esta-

dos del Golfo, el Sudeste Asiático, África) presumiblemente **establecerán alianzas temporales en función de la situación y de forma oportunista, o decidirán a favor o en contra de la integración estratégica en una de las dos esferas tras sopesar sus intereses económicos, políticos y culturales.**

La búsqueda de la autosuficiencia de cada bloque resultará casi imposible, especialmente para Europa, y en cualquier caso muy cara. Se subestima la influencia de los productos básicos que Rusia, pero también China, tienen frente a Europa. Zoltan Pozsar destaca el caso de Alemania, donde las importaciones de materias primas – principalmente las energéticas de Rusia – por valor de 27.000 millones de dólares respaldan una actividad económica de 2 billones de dólares. **Sin embargo, el efecto palanca de las materias primas tiene un impacto sorprendente no sólo en el desarrollo económico, sino también en la inflación.**

Para la UE, por ejemplo, Rusia es uno de los principales proveedores de paladio, un elemento importante para los catalizadores químicos y de automoción, las pilas de combustible y las aplicaciones electrónicas. Según el Servicio Geológico de Estados Unidos, la UE importa de China el 98% de sus elementos de tierras raras (REEs). Las tierras raras son componentes indispensables de muchos productos de alta tecnología, como los equipos militares y los de energías renovables. **Sin embargo, la transición de formas de energía basadas en el carbono a las llamadas energías renovables, que ahora también se denominan „la energía de la libertad“, sólo cambia una dependencia (Rusia) por otra (China).**

Tanto si hablamos de energía, metales básicos, metales usados en la producción de baterías, metales preciosos, o materias primas agrícolas; la guerra de Ucrania está perturbando aún más las cadenas de suministro y los patrones de oferta/demanda estableci-

dos desde hace tiempo. **Esto hará que los precios de las materias primas se asienten en un nuevo nivel más alto.**

A corto plazo, la situación de los mercados de materias primas parece sobrecomprada. Mientras la Reserva Federal no haga ningún movimiento para abandonar la senda de subidas de los tipos de interés, el entorno general para los activos de riesgo seguirá siendo difícil. Una inversión de la política monetaria o el hecho de que la Reserva Federal pulse el botón de pausa de la política monetaria dará el pistoletazo de salida al próximo ciclo alcista. Esto irá probablemente acompañado de un dólar estadounidense más débil. El impulso alcista de los últimos meses, a pesar de la firmeza del dólar, nos ha sorprendido y, al mismo tiempo, es una señal de la fuerza inherente al mercado alcista de las materias primas. Una China cada vez más expansiva – después de todo, en otoño se elegirá un nuevo presidente en la Asamblea Popular Nacional – también debería proporcionar más apoyo al sector.

El oro y el uso del dinero como arma

La formación de un bloque emergente reconfigurará fundamentalmente el actual orden monetario mundial. El uso del dinero como arma mediante la congelación de las reservas de divisas rusas ha acelerado aún más el proceso de desdolarización. Ciertamente, las nuevas instituciones y acuerdos multinacionales no surgen de la noche a la mañana. **Pero es probable que la confianza en el actual orden monetario centrado en el dólar pase de moda en muchos países de importancia estratégica.**

Dada la multipolaridad que cabe esperar, el nuevo orden monetario mundial necesitará un ancla de confianza reconocida internacionalmente, y el oro parece predestinado a este fin por varias razones.

El Oro es neutral

El dólar estadounidense, hasta ahora la moneda de reserva y de comercio mundial, ha renunciado, con la congelación de las reservas de divisas de Rusia, a la apariencia de neutralidad política necesaria para este estatus. El oro, en cambio, no pertenece a ningún Estado, a ningún partido político, a ningún dictador. En un nuevo orden monetario mundial, el oro puede representar así el elemento unificador en un mundo multipolar que se ha vuelto mucho más frágil.

El oro no tiene riesgo de contraparte

Los activos financieros tienen riesgo de contraparte. Si un deudor no quiere o no puede pagar, el título de acreedor no vale nada. El oro, por el contrario, no tiene riesgo de contraparte. Y el riesgo de que al propietario se le prohíba acceder a su oro se resuelve fácilmente almacenando su oro dentro de las fronteras de su Estado o con un Estado amigo.

El oro es líquido

El oro es uno de los activos más líquidos del mundo. En 2021, el oro se negociaba diariamente por valor de casi 150.000 millones de euros. **En un estudio, la LBMA demostró que el oro tiene mayor liquidez que los bonos del Estado en algunos casos.**

Lo mejor del informe *In Gold We Trust* 2022

Otras conclusiones clave del informe *In Gold We Trust* de este año, *Stagflation 2.0*, son las siguientes:

- **Deuda:** Las apariencias engañan, así es como se puede resumir la evolución de la situación de la deuda en 2021. El descenso de las ratios de deuda (de las administraciones públicas) se debe principalmente a que el crecimiento económico en 2021 fue muy superior a la media de-

bido a la pronunciada depresión económica de 2020. El descenso de las ratios de deuda debido a este efecto de base no es en absoluto un indicio de que se haya roto la tendencia hacia unos (ratios) de deuda cada vez más elevados. Por otra parte, la deuda nominal superó por primera vez los 300 billones de dólares.

- **Inflación:** Aunque pensamos que es probable que las tasas de inflación retrocedan lentamente en el segundo semestre de 2022, esperamos sucesivas oleadas de inflación, análogas a las del Covid-19. Y parece que ya se está anunciando la próxima variante del virus de la inflación. Una cosa es segura: La era de la „Gran Moderación“ ha terminado definitivamente.
- **Desdolarización:** La congelación de las reservas de divisas rusas es comparable, en cuanto a su impacto en el orden monetario mundial, al cierre de la convertibilidad del dólar-oro por parte de Richard Nixon en 1971. Y mientras la guerra de Ucrania preocupa a Occidente, Moscú y Pekín están agrandando su cooperación de manera formidable. El (petro-)dólar, que lleva mucho tiempo sin estar en entredicho, está maltrecho, como demuestra el hecho de que la relación entre Arabia Saudí y Estados Unidos rara vez ha sido peor que ahora. No está claro cómo será la arquitectura monetaria mundial cuando se asiente el polvo. Lo que parece seguro es que el oro y las materias primas ganarán considerablemente en importancia.
- **Bitcoin:** El modelo stock-to-flow (modelo S2F) ha sido capaz de explicar la evolución del precio de Bitcoin de forma notable históricamente. Recordemos que stock-to-flow (ratio existencias/flujo) es una forma de medir la abundancia de un recurso concreto. La ratio de Existencias/Flujo es la cantidad de un recurso mantenida en reserva, dividida por la cantidad que se produce anualmente, y ha sido utilizada con éxito para medir el va-

lor de bitcoin en función de su producción anual y su escasez. En el ciclo actual, sin embargo, el precio de Bitcoin está significativamente por debajo del rango asumido por dicho modelo. Aunque Bitcoin se encuentra actualmente en un auténtico mercado bajista, su adopción sigue creciendo, especialmente entre los inversores institucionales, pero también entre los gobiernos.

- **La plata:** El precio de la plata ha decepcionado a muchos inversores ante la explosión de la inflación. ¿Ha dejado la plata de ser un metal precioso usado como instrumento líquido para cubrirse contra la inflación? Hay dos razones de peso para esta decepción. En primer lugar, los tipos de interés reales dejaron de bajar en agosto de 2020. La correlación inversa de la plata y los tipos reales estuvo la subida del precio. En segundo lugar, la inflación de los precios al consumo no equivale necesariamente a la inflación monetaria. La buena noticia – al menos para los inversores en plata – es que la probabilidad de una década inflacionista es alta.
- **Acciones mineras:** Las principales razones del débil rendimiento del sector minero del oro son los excesos de gastos de capital (CAPEX), el aumento de los costes de producción, los problemas de autorización de nuevas minas, la inestabilidad política y la disminución de las reservas y los nuevos descubrimientos. Debido a la subida de los precios de la energía y los materiales de construcción, el aumento de las demandas salariales y la inflación general, se espera que los costes sostenibles totales de producción del oro (en inglés All-In Sustainable Costs, o AISC) sigan aumentando en un futuro próximo.
- **Empresas de royalties y streaming:** La capitalización de mercado de este segmento del sector minero ha pasado de 2.000 millones de dólares a más de 60.000 millones de dólares en 15 años.

Un índice de empresas de royalties y streaming del sector de los metales preciosos superó a las empresas mineras de oro y plata.

- **ESG (Environment, Social and Governance):** En la nueva economía de bajas emisiones, es necesario crear una nueva métrica económica para contabilizar los nuevos costes medioambientales, sociales y de buena gobernanza en el sector minero: así surge *el coste total de las emisiones* (All-In Emissions Costs, o AIEC). Esta métrica transformará los costes no financieros arriba mencionados en costes financieros para que los inversores y productores tengan un formato homogéneo y estandarizado para medir los costes reales de minar oro. En principio, un aumento de la proporción de oro en la cartera de un inversor se traducirá en un impacto positivo significativo en la huella de CO2 y en la intensidad de las emisiones de la cartera global.
- **Análisis técnico:** El análisis de la estructura del mercado, el sentimiento y las pautas de los precios nos lleva a una evaluación técnica bastante mixta a corto plazo. Aunque el sentimiento se ha enturbiado recientemente, no se ha producido (todavía) una sacudida bajista extrema. Desde un punto de vista estacional, las próximas semanas aún podrían traer vientos en contra.

¿Quo Vadis, Aurum?

Para los inversores en oro, 2021 fue decepcionante debido al fuerte aumento de la inflación. Quizás las expectativas también eran demasiado altas, ya que 2019 y 2020 fueron años fantásticos para los crisófilos. Pero en los dos últimos meses, el oro ha cumplido bastante bien su papel, en nuestra opinión, aunque su rendimiento en 2021 haya quedado por debajo de las expectativas generales. Ha aportado estabilidad y calma a las carteras tras la reciente

volatilidad. El precio del oro ha resistido el colapso de la renta variable, los bonos y los mercados de criptomonedas, así como el repunte del dólar estadounidense.

Sin embargo, sólo se puede esperar un verdadero impulso alcista del precio del oro cuando se anuncie de nuevo un cambio de rumbo en la política monetaria ultra laxa. La cuestión crucial es cuándo ocurrirá eso.

Entonces, ¿hasta qué punto se puede tomar en serio la línea dura de la Reserva Federal? Durante su interrogatorio semestral ante el Comité Bancario del Senado, **Jerome Powell fue preguntado por el senador Richard Shelby (Rep): „Volcker puso la economía en recesión para controlar la inflación. ¿Está usted dispuesto a hacer lo que sea necesario para controlar la inflación?“,** a lo que Powell respondió: „Espero que la historia recuerde que la respuesta a su pregunta es sí.“

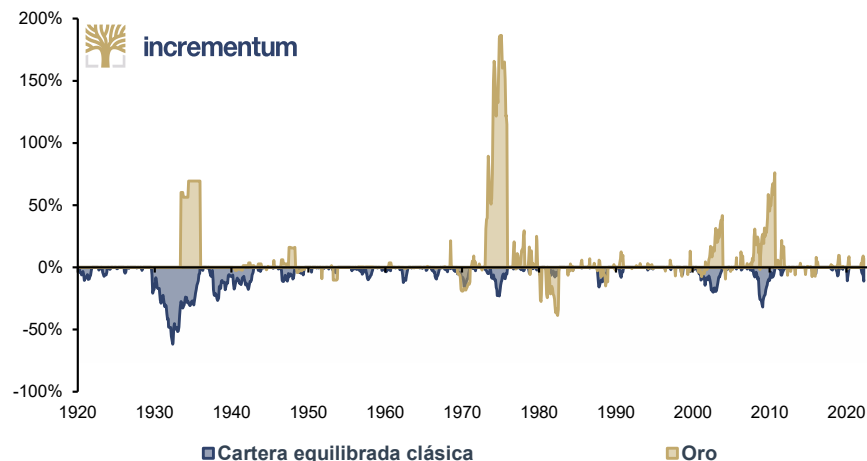
La Reserva Federal parece ir en serio. Sin embargo, si el endurecimiento comunicado se aplica de forma sistemática, la burbuja de todo amenaza con acabar en el crack de todo. Las acciones, los bonos y las criptomonedas ya han sido víctimas del endurecimiento de la política monetaria. El sector inmobiliario sería el siguiente en la lista.

Situación intermedia de la proyección del precio del oro hasta 2030: Oro, y precio proyectado del oro, en USD, 01/1970-12/2030



Fuente: Reuters Eikon, Incrementum AG

Rendimiento del oro durante las caídas de la cartera equilibrada clásica*, 01/1920-04/2022



Fuente: Bridgewater, Reuters Eikon, goldchartsrus.com, Incrementum AG
*60% Acciones (S&P 500 TR)/ 40% Bonos IG

También a nivel internacional cabe esperar distorsiones como consecuencia del endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos. La zona del euro, pero también Japón, podrían verse amenazados por el aumento de rendimientos. **Por lo tanto, a corto plazo, los inversores en oro probablemente sigan esperando vientos en contra**, sobre todo si una nueva caída de los precios desencadena una situación de pánico en los mercados. Sin embargo, cuanto mayor sea la tormenta en los mercados financieros, más probable es que se produzca un nuevo abandono de la política monetaria restrictiva.

En cuanto la Reserva Federal se vea obligada a desviarse de su curso previsto, esperamos que el rally del oro continúe y

que se alcancen nuevos máximos históricos. Creemos que es ilusorio que la Reserva Federal pueda privar al mercado de la proverbial „ponchera“ por un largo tiempo, y dudamos seriamente de que la transformación de palomas en halcones sea duradera. La mayoría de los halcones simplemente resultarán ser palomas con piel de halcón y se despojarán de su vestimenta de halcón más pronto que tarde como resultado de las inevitables consecuencias del endurecimiento monetario: recesión, aumento de los intereses de los bonos, correcciones bursátiles, quiebras, desempleo.

Si se mantiene la tendencia a la baja en los mercados de acciones y de bonos que ha persistido desde principios de año, parece que es cuestión de tiempo que la Reserva Federal reaccione con ímpetu. ¿Cómo podría ser un nuevo giro de 180 grados? ¿Qué nuevo conejo pueden sacar los banqueros centrales de su enorme chistera? Los siguientes instrumentos siguen estando en la caja de herramientas de los responsables de la política monetaria y fiscal:

- Control de la curva de rendimiento
- Renovación del QE o QQE (quantitative and qualitative monetary easing)
- Represión financiera
- Otros estímulos fiscales
- MMT (Modern Monetary Theory), la de lanzar dinero *desde un helicóptero*

- CBDCs (Central Bank Digital Currencies)
- En la zona del euro: mayor comunitarización de la deuda mediante la emisión de eurobonos adicionales

El uso de uno o más de estos instrumentos es una conclusión inevitable, y la fusión de la política monetaria y fiscal avanza inexorablemente. Una cosa es segura: Las próximas medidas de rescate adquirirán características cada vez mayores, más agresivas y más abstrusas.

Una parte sucesivamente mayor de los déficits se financiará a través de la imprenta digital. Cuanto más larga y estrecha sea esta relación entre la política monetaria y la fiscal, mayores serán las fuerzas estancionarias y mayor la probabilidad de una pérdida total de confianza.

Muchas carteras siguen pareciendo insuficientemente preparadas para la estanción 2.0. Esto se debe probablemente en parte al hecho de que casi no hay gestores de fondos en activo que hayan experimentado un entorno inflacionista, y mucho menos estancionista, durante sus carreras de inversión. Además, la mayoría de los enfoques de cartera se basan en estrategias de análisis retrospectivo que se remontan a 10, 20 o, como mucho, 30 años atrás. Sin embargo, muy pocas estrategias de cartera tienen en cuenta el entorno de estanción de los años 70.

En la fase actual, caracterizada por el resurgimiento de la estanción, la correlación positiva entre la renta variable y la renta fija significa que se necesita un diversificador de cartera que funcione. La historia sugiere que el oro ha cumplido este

papel de forma admirable. Cada vez que la cartera tradicional ha sufrido una caída, el oro ha demostrado su capacidad como cobertura fiable de la cartera.

Hace dos años, con motivo de la transición a una nueva década, presentamos nuestra previsión del precio del oro hasta 2030 en el informe *In Gold We Trust* 2020.⁸ El factor central de esta estimación era el cociente de cobertura del oro de la oferta monetaria. En nuestro escenario base de entonces, asumimos una expansión anual de la masa monetaria M2 del 6,3%. El objetivo de precio resultante era de unos 4.800 dólares.

Hasta ahora, el oro se ha alineado bastante bien con nuestra tendencia de precios prevista. Para que el oro siga por el buen camino hasta finales de año, tendría que subir hasta los 2.187 dólares. Teniendo en cuenta la evolución comentada en el informe *In Gold We Trust* de este año, creemos firmemente que se trata de un objetivo realista, siempre y cuando la política monetaria se aleje de la senda dura anunciada. Asimismo, mantenemos nuestro objetivo de precios a largo plazo en torno a los 4.800 dólares en 2030.

Los próximos años serán sin duda un reto para los inversores. El lobo y el oso son depredadores fascinantes, pero en la economía son un dúo infernal que exigirá el máximo empeño de los inversores durante la estanción 2.0. La volatilidad en los mercados de capitales, en la política mundial, en la economía, en los tipos de interés y, sobre todo, la volatilidad de la inflación nos acompañará durante algún tiempo. Estamos firmemente convencidos de que el oro aumenta la resistencia de una cartera amplia, especialmente en este

entorno, y debería ser un componente indispensable de la cartera en el contexto de la Estanción 2.0 .

Esperamos seguir analizando para usted los acontecimientos relacionados con el oro y compartir con usted nuestras reflexiones. Juntos dominaremos estos retos. Porque, más aún en las fauces de la estanción 2.0:

CONFIAMOS EN EL ORO!

Notas finales

- 1 Todos los informes anteriores de In Gold We Trust se encuentran en nuestro [archivo](#).
- 2 Véase Reik, Trey: "Broad Equity Valuation and Market Internals", Bristol Gold Group, 31 de marzo de 2022.
- 3 Ver la trampa del tipo de interés cero
- 4 FFFT, 18 de febrero de 2022, Luke Gromen
- 5 Ver IGWT 2021
- 6 Véase „Características de la cartera: el oro como diversificador de la renta variable en las recesiones“, informe 2019 de In Gold We Trust.
- 7 Fase 1: Fase de entrada; Fase 2: Recesión no oficial; Fase 3: Recesión oficial; Fase 4: Último trimestre de la recesión.
- 8 Véase "Quo vadis, aurum? ", informe In Gold We Trust 2020

Sobre nosotros



Ronald-Peter Stöferle, CMT

Ronnie es socio de Incrementum AG y responsable de la investigación y la gestión de la cartera.

Ronald-Peter Stöferle estudió administración de empresas y finanzas en Estados Unidos y en la Universidad de Economía y Administración de Empresas de Viena mientras ganó experiencia práctica en la mesa de operaciones de un banco. Tras licenciarse, trabajó en investigación en el „Erste Group, donde publicó por primera vez el informe *In Gold We Trust* en 2007, que a lo largo de los años se convirtió en una publicación estándar sobre el oro, el dinero y la inflación.

Desde 2013 es profesor en el *Scholarium* de Viena y conferenciante en la *Academia de la Bolsa de Viena*. En 2014 publicó el libro *Escuela austriaca para inversores* y en 2019 *La trampa del interés cero*. Es „Miembro del Consejo“ de „Tudor Gold“, una empresa canadiense de exploración con proyectos en el legendario Triángulo de Oro (Columbia Británica) y también ha sido asesor de „Matterhorn Asset Management“ desde 2020.



Mark J. Valek, CAIA

Mark es socio de Incrementum AG, responsable de la gestión de la cartera y la investigación.

Mark estudió administración de empresas a tiempo parcial en la „Universidad de Economía y Administración de Empresas de Viena“ y ha estado trabajando en las áreas de los mercados financieros y la gestión de activos. Antes de fundar Incrementum AG, trabajó en „Raiffeisen Capital Management“ durante diez años, últimamente como gestor de fondos en el ámbito de la protección contra la inflación y las inversiones alternativas.

Adquirió experiencia empresarial como cofundador de la „philoro Edelmetalle GmbH“. Desde 2013, es profesor en el „Scholarium“ de Viena y conferenciante en la „Academia de la Bolsa de Viena“. En 2014 publicó el libro „La escuela austriaca para los inversores“.



Incrementum AG

Incrementum AG es una empresa de inversión y gestión de activos gestionada por sus propietarios y autorizada por la FMA.

Nuestra principal competencia es la gestión de fondos de inversión y la gestión de activos. Evaluamos las inversiones no sólo en función de la situación económica mundial, sino que las vemos siempre en el contexto del actual sistema monetario mundial.

www.incrementum.li

Nos gustaría agradecer sinceramente a los siguientes colaboradores por su apoyo activo en la elaboración del informe In Gold We Trust 2022:

Gregor Hochreiter, Richard Knirsch, Jeannine Grassinger, Lois Hasenauer, Stefan Thume, Florian Hulan, Theresa Kammel, Handre van Heerden, Katrin Hatzl-Dürnberger, Philip Mastny, Peter Young, Andreas Merkle, Thomas Vesely, Fabian Grummes, Niko Jilch, Florian Grummes, Heinz Blasnik, Hans Fredrik Hansen, Julien Desrosiers, Emil Kalinowski, Elizabeth and Charley Sweet, Marc Waldhausen, Dietmar Knoll, Max Urbitsch, Trey Reik, Alexander Ineichen, Herwig Zöttl, Tom Pohnert, Keith Weiner, Brent Johnson, Grant Williams, Markus Hofstädter, Jochen Staiger, Ilse Bauer, Paul Wong, Fabian Wintersberger, Leopold Quell, Hans Engel, Match-Maker Ventures, Harald Steinbichler, Richard Schodde, David Schrottenbaum, Offroad Communications, dem World Gold Council, dem gesamten Incrementum-Team, sowie unseren Familien!

Das In Gold We Trust-Team



Gregor Hochreiter
Jefe de redacción



Richard Knirschig
*Análisis cuantitativo
y Gráficos*



Jeannine Grassinger
Asistencia



Stefan Thume
Diseño web & Media



Peter Árendáš
Colaborador



Julien Desrosiers
Colaborador



Fabian Grummes
Colaborador



Florian Grummes
Colaborador



Lois Hasenauer
*Análisis cuantitativo
y Gráficos*



Katrin
Revisión de alemán



Handre van Heerden
Colaborador



Philip Hurtado
Colaborador



Nikolaus Jilch
Colaborador



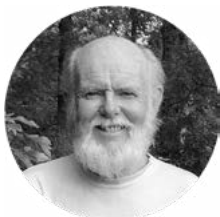
Emil Kalinowski
Colaborador



Theresa Kammel
Colaborador



Philip Mastny
Medios sociales



Charley Sweet
Revisión de inglés



James Twadell
Colaborador



Peter Young
Colaborador



Contacto

Incrementum AG, Im Alten Riet 102, 9494 Schaan/Liechtenstein
incrementum.li | ingoldwetrust.report | ingoldwetrust@incrementum.li

Descargo de responsabilidad

Esta publicación tiene únicamente fines informativos y no constituye ni un consejo de inversión, ni un análisis de inversión, ni una invitación a comprar o vender instrumentos financieros. En concreto, el documento no sustituye al asesoramiento individual en materia de inversión o de otro tipo. Las afirmaciones contenidas en esta publicación se basan en los conocimientos existentes en el momento de su elaboración y están sujetas a cambios en cualquier momento sin previo aviso.

Los autores han ejercido el mayor cuidado posible en la selección de las fuentes de información empleadas, sin embargo, no aceptan ninguna responsabilidad (y tampoco lo hace Incrementum AG) por la exactitud, integridad o actualidad de la información, respectivamente las fuentes de información, puestas a disposición, así como cualquier responsabilidad o daño, independientemente de su naturaleza, que pueda resultar de ello (incluyendo daños consecuentes o indirectos, pérdida de beneficios futuros o la exactitud de las previsiones preparadas).