

Compact Version

In Gold We Trust<sup>®</sup>  
Report

17 de Mayo 2024

El Informe completo *In Gold We Trust* de 420 páginas está disponible en:  
[ingoldwetrust.report](http://ingoldwetrust.report)



# The New Gold Playbook



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* 2024



# Contenido

Tiene en sus manos la versión abreviada del informe *In Gold We Trust* 2024. El informe completo comprende los siguientes 24 capítulos y puede ser descargado gratuitamente en [ingoldwetrust.report](https://ingoldwetrust.report).

Capítulo 1

## Introducción

Página 4

Capítulo 2

## Status quo del oro

Capítulo 3

## Status quo del oro en relación con acciones, bonos y materias primas

Capítulo 4

## Status quo de la dinámica de la deuda

Capítulo 5

## Status quo de la tendencia inflacionista

Capítulo 6

## Status quo de la demanda de oro

Capítulo 7

## Conclusiones: Status quo

Capítulo 8

## Cómo interpretar el nuevo manual del oro

Capítulo 9

## La llegada del Dragón: La desdolarización y el auge del oro en Oriente

Capítulo 10

## Del matrimonio al punto muerto: El divorcio Este-Oeste

Capítulo 11

## Dubai, el oasis dorado que impulsa el crecimiento del mercado del oro de los EAU

Capítulo 12

## La situación económica de China y sus consecuencias para el consumo de oro

Capítulo 13

## El resplandor de Akuma: ¿Japonización de Occidente?

Capítulo 14

## La constante del oro de Roy Jastram y la deflación inflacionista

Capítulo 15

## El problema de la imagen del oro en Occidente

Capítulo 16

## Las anomalías del calendario y el mercado del oro

Capítulo 17

## Una perspectiva alternativa para enmarcar el precio del oro basándose en los fundamentos

Capítulo 18

## El nuevo manual del Bitcoin

Capítulo 19

## Ruptura o farsa: ¿es este el momento dorado de la plata?

Capítulo 20

## La valoración y el valor beta de la industria minera del oro

Capítulo 21

## Minería de asteroides y de aguas profundas

Capítulo 22

## Acciones mineras - Situación fundamental y técnica

Capítulo 23

## Análisis técnico

Capítulo 24

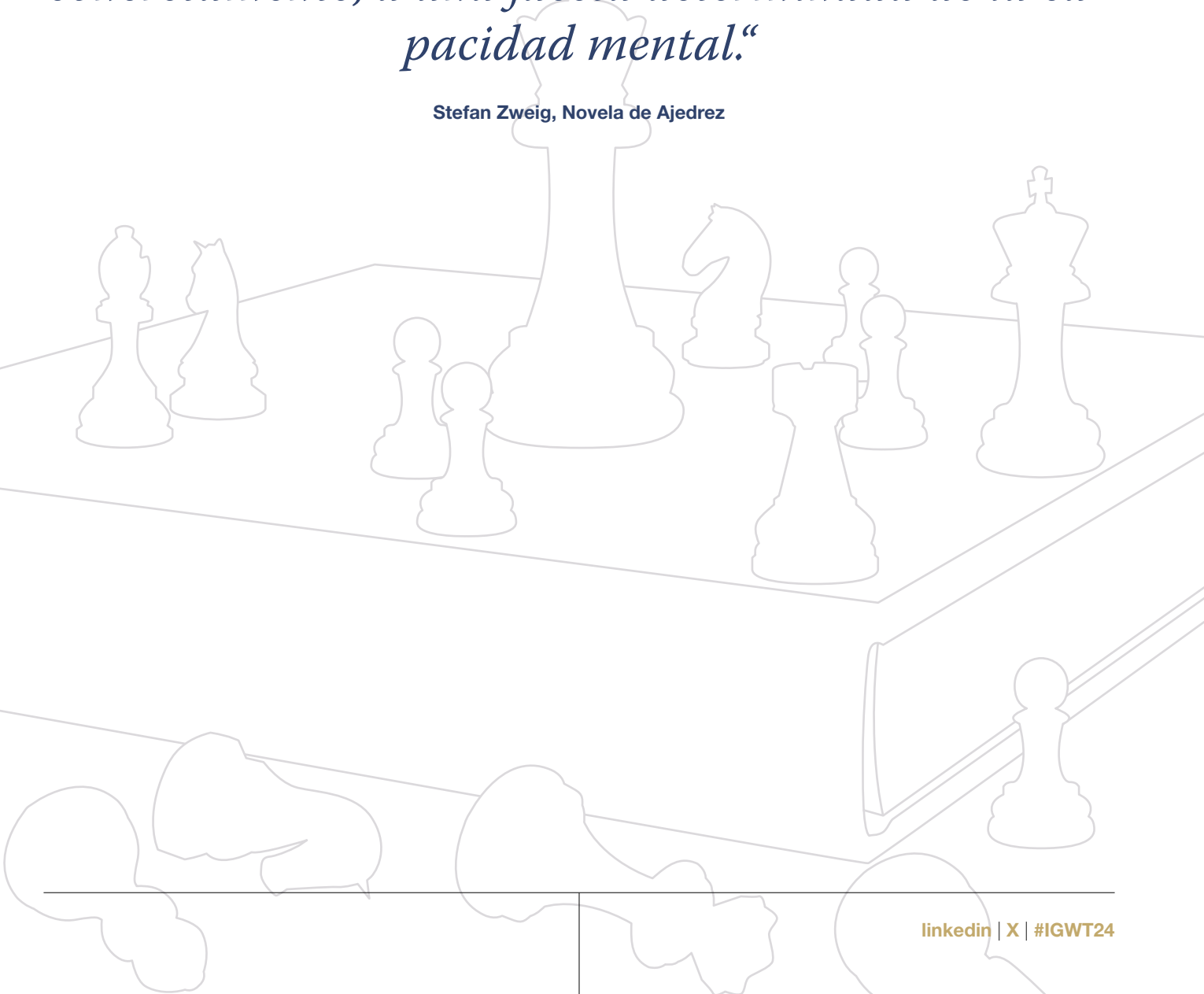
## ¿Quo Vadis, Aurum?

Página 18

# Introducción

*„Conozco por experiencia propia la misteriosa atracción del „juego de reyes“, el único de todos los juegos ideados por el hombre que elude soberanamente la tiranía del azar y otorga la rama de palma únicamente a la mente victoriosa, o más concretamente, a una faceta determinada de la capacidad mental.“*

Stefan Zweig, Novela de Ajedrez

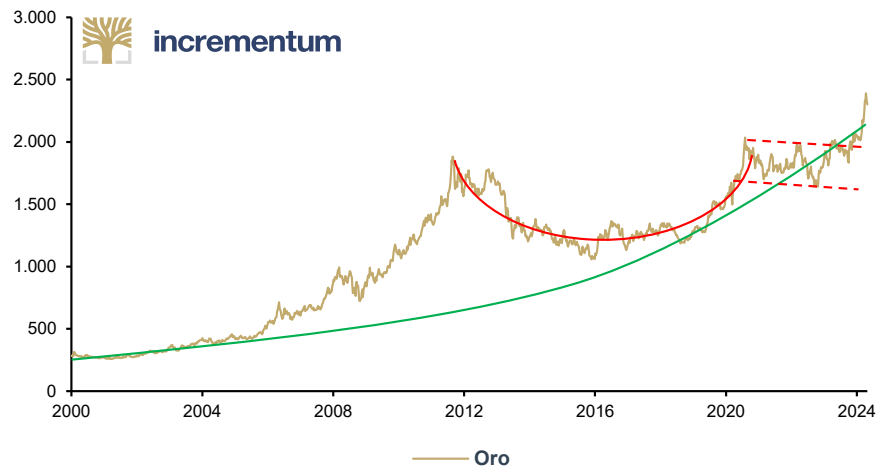


A veces, los pequeños cambios tienen un gran impacto. A finales del siglo XV, por ejemplo, se introdujo un cambio trascendental en las reglas del ajedrez. A la reina, que hasta entonces sólo podía moverse una casilla en diagonal, se le dio libertad de movimiento y ahora podía moverse cualquier número de casillas en diagonal, así como vertical y horizontalmente. De este modo, la reina mejoró considerablemente entre las seis piezas de ajedrez y se convirtió en la pieza más poderosa. El cambio en las reglas significó que los ajedrecistas tuvieron que adaptarse a las nuevas reglas del juego. **El ajedrez siguió siendo ajedrez, pero se convirtió en un juego completamente distinto.**

En el mercado del oro se están produciendo cambios de alcance comparable. Las reglas del juego del oro están cambiando a muchos niveles. **Por eso, en esta decimotava edición del informe *In Gold We Trust*, queremos analizar en profundidad la agitación a nivel mundial y presentarle cuáles son las nuevas reglas de juego del oro.**

**Los cambios fundamentales se manifestaron, entre otras cosas, en el espectacular comportamiento del precio del oro en primavera.** El enfrentamiento del precio del oro que predijimos el año pasado se ha hecho realidad. El precio del oro rompió su resistencia a largo plazo y se disparó

## Formación de copa y asa del oro, en USD, 01/2000–04/2024



Fuente: Reuters Eikon, Incrementum AG

a cotas sin precedentes. **El oro y los inversores en oro están entrando en *tierra desconocida*.**

**Lo sorprendente es que todo esto está ocurriendo en un entorno en el que, según las reglas de juego anteriores, el precio del oro debería haber bajado.** El colapso de la correlación entre el precio del oro y los tipos de interés reales plantea muchas preguntas. En el antiguo paradigma, era impensable que el precio del oro evolucionara al alza durante una fase de fuerte subida de los tipos de interés reales.

Esta antigua pauta no es la única que ya no puede utilizarse para explicar la tendencia del precio del oro. **Hay muchos indicios de que el antiguo conjunto de reglas ha**

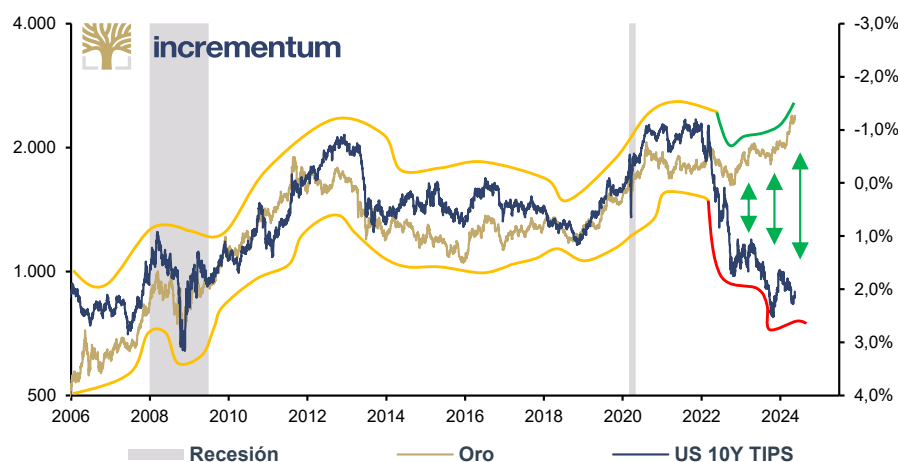
**quedado obsoleto en aspectos clave y que ha llegado la hora para escribir un nuevo manual del oro.**

**Antes de entrar en detalles, la primera pregunta es: ¿Qué es un manual?** ChatGPT nos dio la siguiente respuesta:

*Un manual es un documento o guía exhaustivo que describe un conjunto de estrategias, procedimientos o tácticas para alcanzar metas u objetivos específicos. Se utiliza habitualmente en diversos ámbitos, como la empresa, el deporte, el ejército y la política. Los manuales proporcionan instrucciones paso a paso, mejores prácticas y consejos para ejecutar tareas de forma eficiente y eficaz. ... En general, un manual sirve como herramienta de referencia para ayudar a individuos o equipos a desenvolverse en situaciones complejas y alcanzar el éxito.*

**Estamos convencidos de que el oro experimentará la misma revalorización sustancial que la reina en el juego del ajedrez.** El oro ha dejado de ser una figura marginal, una oportunidad de inversión más entre otras muchas, para destacar cada vez más en el espectro de los instrumentos de inversión.

## Oro (izda, log), y US 10Y TIPS (dcha, invertido), 01/2006–04/2024



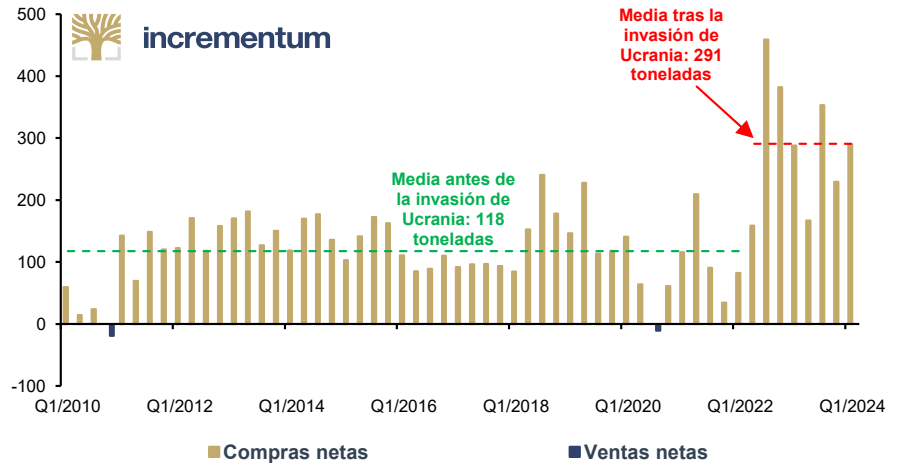
Fuente: Reuters Eikon, Incrementum AG

# El nuevo manual del oro

¿Cuál es la raíz de los cambios fundamentales en el mercado del oro? En los últimos años se han producido cambios estructurales a varios niveles. Una década de políticas de tipos de interés cero y negativos ha atomizado todas las primas de riesgo y ha supuesto un incentivo sistémico para el endeudamiento excesivo. La situación se ha visto agravada por las medidas de Covid-19 y los enormes costes de la transformación ecológica, que se calcula que ascienden **al menos 100 USD billones** hasta el 2050, casi el equivalente del PIB anual mundial. Desde el comienzo de la guerra en Ucrania, también se ha producido un enorme aumento del gasto militar. Ajustado a la inflación, el gasto militar mundial aumentó **un 6,8% hasta los 2,44 billones de dólares** el año pasado. Se trata del mayor incremento desde 2009.

Hemos abordado y analizado en detalle estos complejos cambios que afectan al mercado del oro en anteriores informes de *In Gold We Trust*, como en 2020 en „El amanecer de una década dorada“, en 2021 en „El cambio climático monetario“, en 2022 en „Estanflación 2.0“ y, por último, el año pasado en „Enfrentamiento“.

Compras mundiales de oro de los bancos centrales, en toneladas, Q1/2010–Q1/2024



Fuente: World Gold Council, Incrementum AG

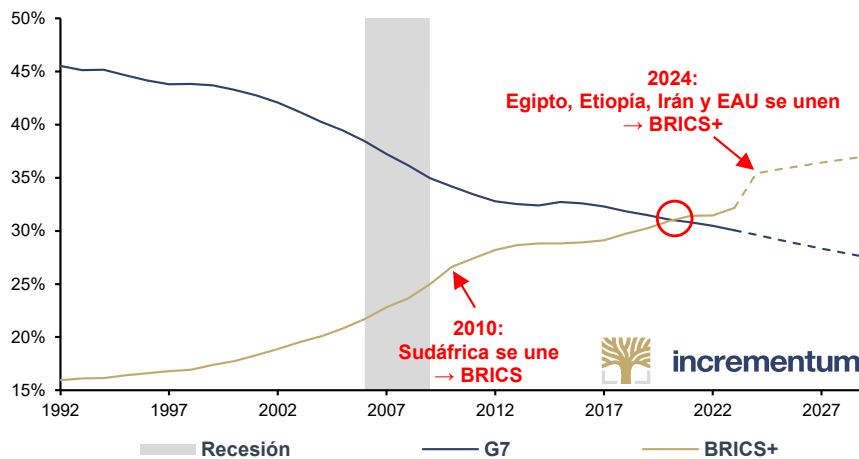
## El enfrentamiento geopolítico

En medio de las tensiones geopolíticas más desafiantes de las últimas décadas, se está produciendo un retorno al oro como activo de reserva neutral. Esto es particularmente evidente en las compras récord de oro por parte de los bancos centrales. En el informe *In Gold We Trust 2022*, „Estanflación 2.0“, señalábamos que la sanción de las reservas de divisas rusas por parte de EE.UU. y la UE „pasaría a la historia monetaria“. Y además que „el oro, como reserva monetaria neutral, emergerá como uno de los beneficiarios del preocupante conflicto entre Oriente y Occidente“<sup>1</sup>. Como era de esperar, una de las consecuencias de la trascendental decisión sobre las sanciones del 26 de febrero de 2022 es que

los bancos centrales internacionales han acelerado masivamente sus compras de oro.

La congelación de las reservas de divisas rusas demostró de forma impresionante al mundo que **las reservas de divisas basadas en la deuda son, en última instancia, sólo una promesa y pueden convertirse en entradas de bases de datos sin valor en un momento en caso de conflicto**. Ahora se está redescubriendo la singularidad del oro como moneda de reserva neutral sin riesgo de contrapartida. El aumento estructural de la demanda de los bancos centrales es una pieza clave del nuevo manual, principalmente porque la demanda de los bancos centrales es relativamente menos sensible a los precios. **Se podría decir que los bancos centrales han puesto un suelo al precio del oro.**

Porcentaje del PIB mundial (PPA), G7 y BRICS+, 1992–2029e



Fuente: Acorn MC Ltd, World Economic Outlook, Reuters Eikon, Incrementum AG

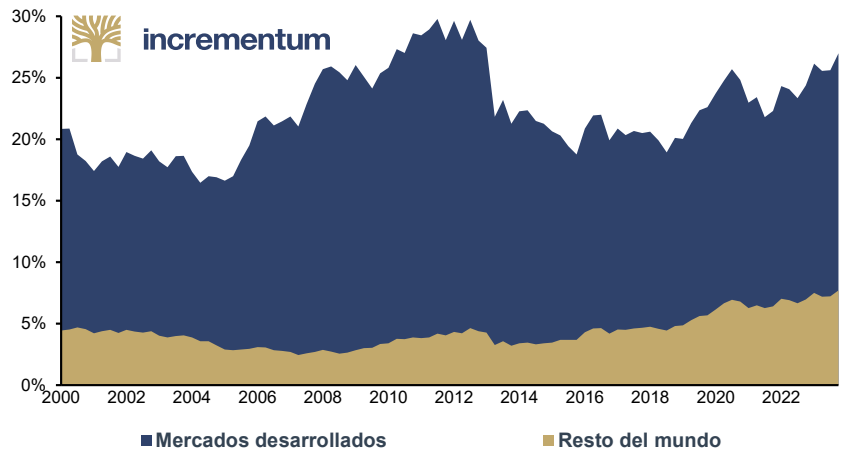
Datos recientes del Consejo Mundial del Oro (WGC) muestran que soplan nuevos vientos en el mercado del oro. La demanda mundial de oro descendió ligeramente, un 5%, hasta 1.102 t en el Q1/2024, debido sobre todo a las continuas salidas de fondos cotizados en bolsa (ETF). Sin embargo, teniendo en cuenta las considerables compras OTC, la demanda total de oro aumentó un 3% hasta 1.238 t, lo que convierte al Q1/2024 en el primer trimestre más fuerte desde 2016, según el WGC. El aumento de las ventas OTC es, en efecto, significativo. En el Q1/2023, estas ascendieron a

42,7 t, en el Q4/2023 ya eran 126,9 t. La demanda OTC de 136,4 t en el Q1/2024 corresponde a un aumento interanual de la friolera del 220%.

**Ahora, el enfrentamiento geopolítico entra en su siguiente ronda.** Mientras la guerra en Ucrania sigue haciendo estragos, Oriente Próximo se ha convertido en un escenario adicional de extraordinaria tensión geopolítica como consecuencia del ataque terrorista de Hamás contra Israel el 7 de octubre de 2023. La agravada situación en Oriente Próximo es un punto de presión clave en la compleja red de relaciones internacionales, con China y Rusia a un lado y Occidente al otro. Los primeros están mostrando su apoyo a Irán y sus aliados, desafiando la fortaleza de la tradicional alianza de Occidente con Israel. **Las siguientes palabras de Zbigniew Brzezinski, extraídas de su libro de 1997 *El Gran Tablero de Ajedrez*, podrían resultar proféticas:**

*Potencialmente, el escenario más peligroso sería una gran coalición de China, Rusia y quizás Irán, una coalición „antihegemónica“ unida no por ideología sino por agravios complementarios. Recordaría en escala y alcance al desafío planteado en su día por el bloque chino-soviético, aunque esta vez China haría probablemente el líder y Rusia de escudero.*

**Porcentaje de oro de las reservas totales, Q1/2000–Q4/2023**



Fuente: World Gold Council, Incrementum AG

**Mercados emergentes (al alza)**

**En 2024, cerca de la mitad del PIB mundial será generado por los mercados emergentes, frente a sólo el 19% en 2000.**

Dos tercios del crecimiento del PIB mundial en los últimos 10 años fueron generados por los mercados emergentes. La mayoría de los mercados emergentes tiene una predilección por el oro mucho mayor que los países industrializados. Esto alimentará un crecimiento natural y a largo plazo de la demanda de oro.

**La creciente importancia económica y política de los países emergentes es evidente desde hace muchos años.** Parece

que el descontento con el orden internacional imperante crece día a día. Diversas instituciones internacionales, dominadas en gran medida por Occidente, son cada vez más cuestionadas, mientras que la alianza en torno a los Estados BRICS experimenta un fuerte crecimiento.

**A principios de este año, cuatro nuevos Estados miembros fueron admitidos en el BRICS: Egipto, Etiopía, Irán y Emiratos Árabes Unidos.** Es probable que Arabia Saudí, que está ganando influencia geopolítica, también se una a la alianza, pero aún no ha confirmado oficialmente su aceptación de la invitación a formar parte del BRICS+. **La vacilación demuestra que la adhesión se considera una decisión histórica.** Incluyendo a Arabia Saudí los BRICS+ representarían el 43% de la producción mundial de petróleo y el 44% de las reservas mundiales de petróleo.

**Durante años, los países BRICS+ han tenido un considerable superávit comercial y por cuenta corriente con Occidente.** Una parte cada vez mayor del oro en las reservas de divisas de las economías emergentes es la manifestación de esta evolución. Se trata de una situación similar a la de después de la Segunda Guerra Mundial, cuando Europa, especialmente Alemania y Francia, aumentaron sucesivamente sus reservas de oro como consecuencia de los elevados superávits por cuenta cor-

**Reservas de oro del PBoC (izda.), en toneladas, y oro (dcha.), en USD, 01/2020–04/2024**



Fuente: World Gold Council, Reuters Eikon, Incrementum AG

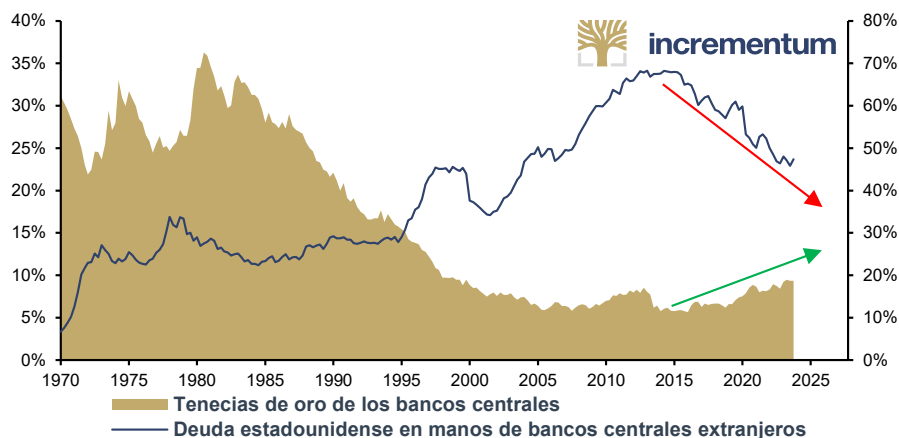
riente. Por el contrario, las reservas de oro de EE.UU. cayeron a casi una cuarta parte, o algo más de 8.000 toneladas, como consecuencia de la fuga de oro. Mientras que EE.UU. experimentó una fuga de oro en la década de 1960, actualmente hay indicios de una ganancia de oro en los mercados emergentes.

El renacimiento del oro también se refleja en el hecho de que el Banco Mundial publicó un „Manual de inversión en oro para gestores de activos“ a finales de febrero. En él se citan explícitamente varios estudios que confirman de manera impresionante las propiedades del oro como diversificador, sobre todo en caso de volatilidad a la baja. Se recomienda a los bancos centrales mantener hasta un 22% de oro.<sup>2</sup>

Entre los bancos centrales, el PBoC (Banco Popular de China) en particular está ampliando continuamente sus reservas de oro. Lleva 17 meses seguidos registrando compras. El gráfico siguiente muestra que el punto más bajo de los precios del oro en 2022 cayó en el mismo mes en que las compras de oro del banco central chino cobraron velocidad.

Los lectores fieles saben que llevamos muchos años analizando el actual proceso de desdolarización. Naturalmente, el término *desdolarización* se interpreta de diferentes maneras. Para aclarar: no enten-

**Deuda de EE.UU. en manos de bancos centrales extranjeros (izda.), en % de la deuda total, y tenencias de oro de los bancos centrales (dcha.), en % de las reservas de divisas, Q1/1970–Q4/2023**



Fuente: Crescat Capital, Reuters Eikon, Incrementum AG

demo que signifique que este proceso llevará a que el dólar estadounidense sea sustituido por otra moneda fiduciaria como moneda de reserva mundial. Entre las monedas fiduciarias „ciegas“, el dólar estadounidense „tuerto“ es el rey por el momento. En la competición entre el equipo de los BRICS+ y el del dólar estadounidense, este último se ha anotado recientemente un éxito. Argentina, con su nuevo presidente libertario Javier Milei, ha decidido rechazar la invitación de unirse al BRICS+ y en su lugar vincularse más estrechamente al dólar estadounidense y también a la OTAN.

Es probable que los países BRICS+ lancen la siguiente ronda de esta competición en curso en su conferencia anual, que se celebrará en Rusia a finales de oc-

tubre. Numerosos países, desde Kuwait a Venezuela, pasando por Tailandia, Kazajistán y Nigeria, se consideran candidatos a la adhesión. Entre los países que han manifestado un interés inicial por la adhesión al BRICS+ se encuentran dos países con una especial explosividad geopolítica: Turquía, país miembro de la OTAN, y México, vecino directo de Estados Unidos.

Hay muchos indicios de que el orden mundial bipolar que ha empezado a surgir en los últimos años sigue tomando forma. Ya en marzo de 2022, el artículo de Zoltan Pozsar „Bretton Woods III“ dio un estimulante impulso a este debate sobre un nuevo orden monetario mundial. Concluía sus comentarios con la siguiente predicción „De la era de Bretton Woods respaldada por lingotes de oro, a Bretton Woods II respaldada por dinero interno (bonos del Tesoro con riesgos de confiscación sin cobertura), a Bretton Woods III respaldada por dinero externo (lingotes de oro y otras materias primas).“ Nadie sabe exactamente adónde nos llevará este viaje. Sin embargo, no cabe duda de que estamos irrevocablemente en el camino hacia un nuevo orden (monetario) mundial. Para los actores estatales, como los bancos centrales y los fondos soberanos, el oro se está convirtiendo cada vez más en la reina de oro del tablero geoeconómico.

**Oro (izda.), en USD, y MSCI Emerging Markets (dcha.), en USD, 01/2000–04/2024**



Fuente: Reuters Eikon, Incrementum AG



## Los inversores privados de los mercados emergentes se lanzan al oro

No sólo los Estados de los mercados emergentes experimentan la fiebre del oro, sino también los particulares. Nuestros fieles lectores conocerán nuestra teoría de que el oro siempre ha salido de los países en los que se agota el stock de capital y se ha trasladado a los países en los que se acumula capital, donde la economía prospera y el volumen de ahorro aumenta. Los romanos ya lo habían establecido hace más de 2.000 años, cuando los chinos y los indios sólo aceptaban oro a cambio de especias y seda y no a cambio de mercancías romanas.

En términos de demanda física anual de oro, la cuota de los mercados emergentes ha aumentado hasta el 70% en los últimos cinco años. China e India han representado más de la mitad. La experiencia histórica formativa de represión financiera, con un sistema monetario inestable y la consiguiente pérdida de poder adquisitivo – aparte de los aspectos culturales y religiosos – es probablemente el factor decisivo para la mayor demanda básica de oro. El siguiente gráfico muestra de forma impresionante lo alta que ha llegado a ser la correlación entre el desarrollo económico de los mercados emergentes – medido por el MSCI Emerging Markets – y el precio del oro.

Oro (izda.), en CNY, y Shanghai Composite (dcha.), en CNY, 01/2006–04/2024



Fuente: Reuters Eikon, Incrementum AG

Por tanto, la fórmula simplificada puede enunciarse del siguiente modo: Si quieres apostar por el crecimiento a largo plazo de los mercados emergentes, deberías apostar también por el oro. O, como dijo Louis-Vincent Gave: „El oro actúa como un apoderado de los mercados emergentes con un beta bajo“.

### Fiebre del oro en China

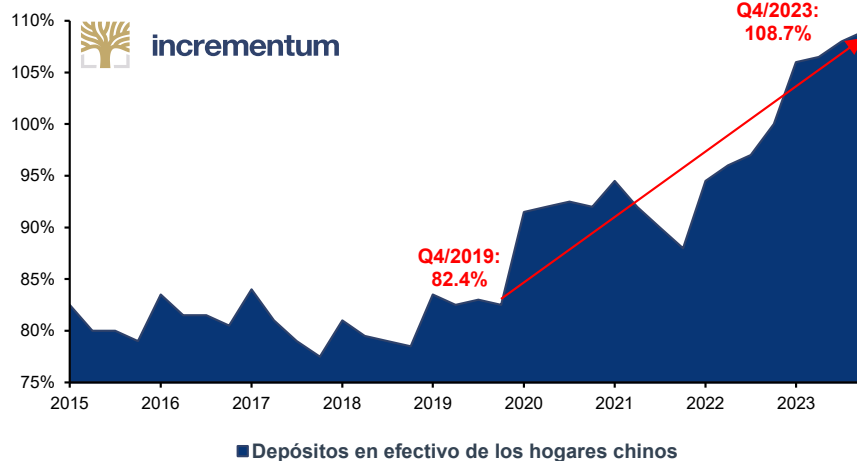
Uno de los factores más importantes del reciente auge del oro es, sin duda, la enorme demanda de China. La demanda china de oro ya no está alimentada únicamente por el Banco Popular de China, sino cada vez más también por los inversores privados chinos. La situación financiera en China podría resumirse como „una re-

ducción de las oportunidades de inversión combinada con una gran liquidez“.

Ahora que el mercado inmobiliario chino, tradicionalmente utilizado como previsión para la jubilación, ha sufrido turbulencias, existe una enorme necesidad de alternativas. Los bonos y las cuentas de ahorro chinos también están perdiendo atractivo a la vista de la continua bajada de los tipos de interés, mientras que la renta variable china mantiene una tendencia lateral (volátil) desde 2016. A pesar de un repunte del 12% desde febrero hasta finales de abril, los principales índices bursátiles chinos siguen estando muy por debajo de sus máximos históricos.

Estos factores de incertidumbre, combinados con el mantenimiento de una elevada liquidez – las tenencias de efectivo de la población china están en máximos históricos –, crean unas condiciones excelentes para invertir en oro. Además, cabe destacar cómo influye el horóscopo chino en la cultura de inversión. 2024 está bajo el signo del dragón, que simboliza la vitalidad, el poder y el dominio en el zodiaco chino. Esto impulsa la apreciación de inversiones sólidas y estables como el oro.

Depósitos en efectivo de los hogares chinos, en % del PIB, Q1/2015–Q4/2023



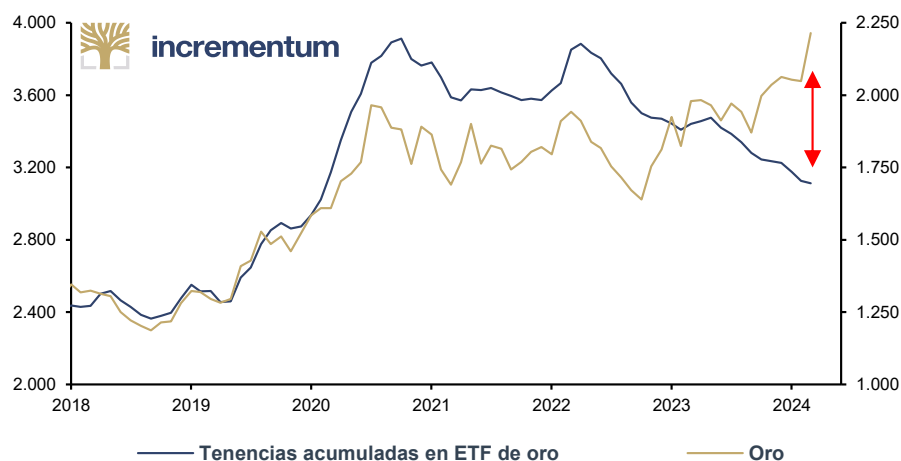
Fuente: Longview Economics, Macrobond, Incrementum AG

El enorme apetito chino por el oro se aprecia también en la prima del oro chino frente a los precios de la LBMA (London Bullion Market Association). La elevada demanda interna en China también está siendo alimentada por los jóvenes chinos, que han descubierto recientemente los granos de oro como una oportunidad de inversión. Además, las restricciones a la importación o los aranceles sobre las importaciones de oro podrían mantener artificialmente altos los precios en China. Otra razón puede ser la retirada de China de la subasta de oro de la LBMA el año pasado, que puede haber restringido el volumen de oro que entra en China.

## Los intermediarios del mercado del oro se desplazan de Occidente a Oriente

El panorama en el Occidente es muy diferente al de los mercados emergentes. En los últimos trimestres se ha disuelto el fuerte vínculo que existía entre la demanda de los inversores occidentales y el precio del oro. En vista de la carrera récord del oro, cabría esperar que los ETF registraran entradas récord. Pero siempre ocurre de forma distinta a lo que se piensa: hubo una salida neta de unas 310 toneladas de oro de los ETF. Según el viejo manual del oro, éste debería situarse en torno a los 1.500 dólares, dada la caída de las participaciones en ETF.

## Tenencias acumuladas de ETF de oro (izda.), en toneladas, y oro (dcha.), en USD, 01/2018–03/2024



Fuente: World Gold Council, Incrementum AG

## Prima del oro chino sobre el oro LBMA (izda.), en USD, y oro LBMA (dcha.), en USD, 01/2021–04/2024



Fuente: World Gold Council, Incrementum AG

En consecuencia, un elemento clave de las nuevas reglas de juego del oro es que el inversor financiero occidental ya no es el principal trader de márgenes del oro. La importante demanda de los bancos centrales y los inversores privados asiáticos es la principal razón por la que el precio del oro ha podido prosperar incluso en un entorno de tipos de interés reales al alza.

¿Cómo puede explicarse realmente el decreciente interés de los inversores financieros occidentales por el oro? En nuestra opinión, parece que los inversores occidentales se aferran obstinadamente a lo que dice el antiguo manual del oro: el aumento de los tipos de interés reales se traduce en una bajada del precio del oro y, por tanto, en ventas netas negativas de oro.

Una reducción de las tenencias de oro en los ETF cuando suben los tipos de interés reales es sin duda una decisión racional desde el punto de vista de los actores occidentales, siempre y cuando:

1. no estén expuestos a mayores riesgos de contraparte y, por tanto, no necesitan un activo a prueba de impagos;
2. los tipos de interés reales sigan siendo positivos en el futuro y no se produzca una segunda oleada de inflación;
3. sufran costes de oportunidad al infraponderar activos tradicionales como la renta variable y la renta fija o incluso el „oro en sí“ a expensas del oro.

En nuestra opinión, los tres supuestos arriba mencionados deben ser cuestionados lo antes posible:

**Supuesto 1:** Aunque en general no se tiene en cuenta el riesgo de contrapartida cuando se invierte en deuda pública occidental, el fuerte aumento de los pagos de intereses de los gobiernos genera cada vez mayores dudas. El poco sentido común presupuestario que queda se ha tirado por la borda, léase por ejemplo el caso de la reciente política presupuestaria para afrontar el Covid-19.

Este *cambio climático monetario* – como lo llamamos en el informe *In Gold We Trust 2021* – ha continuado incluso después del final de la pandemia. Sin embargo, esta des-

preocupación presupuestaria se produce ahora en un entorno de fuerte subida de los tipos de interés y ya no en uno de tipos de interés bajos o incluso negativos. En 2023 hubo que destinar al pago de intereses de la deuda federal alemana alrededor de 10 veces más que en 2021.

**En muchos países ha prevaecido una actitud estadista.** Justo este año se cumple el 80 aniversario de la publicación de *Camino de Servidumbre*, de Friedrich A. Hayek. El economista austriaco dedicó este libro a los socialistas de todas las tendencias. Además de proyectos exorbitantemente caros como la *Ley de Reducción de la Inflación* y el *Acuerdo Verde Europeo* y del fuerte aumento del gasto en un sistema social estructuralmente insolvente como consecuencia del envejecimiento y la inmigración, los gobiernos occidentales buscan ahora fuentes de financiación para financiar los aumentos anunciados del gasto militar. Además, la ya precaria situación presupuestaria de muchos países se está deteriorando debido a la reciente y significativa subida de los tipos de interés. También hay que digerir el importante aumento de la deuda nacional tras la pandemia del Covid-19 y la crisis energética. En comparación con el cuarto trimestre de 2019, es decir, la víspera de la pandemia, la deuda estadounidense ha aumentado en 11 billones de US dólares, es decir, alrededor de un tercio.

**Tenencias acumuladas de ETF de oro (izda.), en toneladas, y tipos de interés reales de EE.UU. (invertidos, dcha.), 01/2004–03/2024**



Fuente: World Gold Council, Incrementum AG

**Supuesto 2: Históricamente, el sobre-endeudamiento ha conducido normalmente a la financiación gubernamental por parte de los bancos centrales, al aumento de la represión financiera y al uso de impuestos inflacionistas.** Si esto ocurriera, los tipos de interés reales volverían a bajar debido a una nueva oleada de inflación y, obviamente, todos los argumentos hablarían entonces a favor de invertir más en oro.

**Supuesto 3: En caso de debilitamiento del mercado bursátil, los costes de oportunidad serían bajos desde la perspectiva de un inversor potencial en oro.** Probablemente se esperaría una caída de los mercados de renta variable en caso de desaceleración significativa de la economía

estadounidense, y más aún si EE.UU. entrara en recesión. Por el contrario, la historia ha demostrado que el oro ha sido normalmente un excelente componente de la cartera durante las recesiones. Publicamos un extenso análisis al respecto en el informe *In Gold We Trust 2023*.

**Como los inversores financieros occidentales aún no se han percatado de las nuevas reglas de juego del oro, el oro sigue estando en boca de todos, pero no en todas las carteras.** Parece que los inversores occidentales rechazaron inicialmente la invitación a la fiesta del oro. Ahora que la fiesta se empieza a animar, no quieren admitir que llegaron tarde. Por tanto, podría ocurrir que sólo acudieran a esta fiesta cuando ya esté en pleno apogeo, y entonces paguen un “precio de admisión” mucho más elevado.

**Rentabilidad del S&P 500 frente al oro en los mercados bajistas del S&P 500, 1929–2024**

Fecha del nivel máximo	Fecha de la baja	S&P 500	Oro	Oro en relación con el S&P 500
16.09.1929	01.06.1932	-86,19%	0,29%	86,48%
02.08.1956	22.10.1957	-21,63%	-0,11%	21,52%
12.12.1961	26.06.1962	-27,97%	-0,06%	27,91%
09.02.1966	07.10.1966	-22,18%	0,00%	22,18%
29.11.1968	26.05.1970	-36,06%	-10,50%	25,56%
11.01.1973	03.10.1974	-48,20%	137,47%	185,67%
28.11.1980	09.08.1982	-27,27%	-45,78%	-18,51%
25.08.1987	20.10.1987	-35,94%	1,38%	37,32%
16.07.1990	11.10.1990	-20,36%	6,81%	27,17%
17.07.1998	08.10.1998	-22,29%	1,71%	24,00%
24.03.2000	10.10.2002	-50,50%	11,18%	61,68%
11.10.2007	06.03.2009	-57,69%	25,61%	83,30%
21.09.2018	26.12.2018	-20,21%	5,59%	25,80%
19.02.2020	23.03.2020	-35,41%	-3,63%	31,78%
03.01.2022	10.12.2022	-25,43%	-7,08%	18,35%
	<b>Promedio</b>	<b>-35,33%</b>	<b>8,19%</b>	<b>44,01%</b>
	<b>Mediana</b>	<b>-27,97%</b>	<b>0,29%</b>	<b>27,17%</b>

Fuente: Reuters Eikon, Incrementum AG

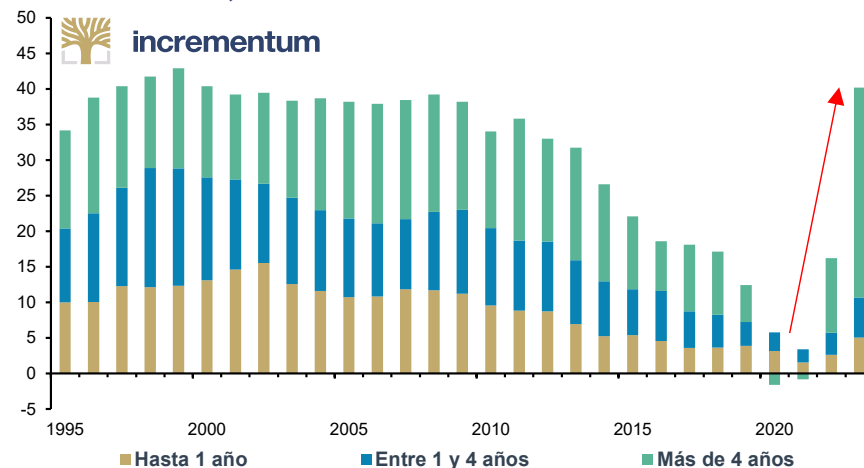
**Un estudio reciente por parte del Bank of America ha confirmado que existe poca afinidad por el oro por muchos sectores de la comunidad inversora.** De hecho, el 71% de los asesores estadounidenses tienen una asignación de oro escasa o nula, es decir, representa menos del 1% de su cartera. También observamos una falta de interés similar por los valores mineros auríferos, que han perdido en gran medida la confianza de los inversores a la vista de sus decepcionantes resultados.

# El nuevo manual del oro y la competencia de Bitcoin

Uno de los aspectos más novedosos del nuevo manual del oro es que Bitcoin se ha convertido en su principal competidor. Mientras que los ETF de oro tardaron cinco años en alcanzar los 50 mil millones de US dólares en activos bajo gestión, los ETF de BTC recientemente aprobados por la SEC tardaron solo 57 días. La moneda digital está desafiando el estatus del metal precioso como la reserva de valor no inflacionable más importante.

**Sin embargo, aún queda mucho camino por recorrer antes de que se suavice la actitud cautelosa de la gente hacia Bitcoin.** El 30 de abril del presente año, la capitalización de mercado de todo el oro extraído era de unos 16,3 billones de dólares (trillones USA), 212.582 toneladas a un precio de 2.288 dólares la onza. En el caso de Bitcoin, el precio actual de casi 60.600 dólares por moneda supone una capitalización de mercado de 1,2 billones de dólares (1,2 trillones USA). Esto corresponde aproximadamente al 7% de la capitalización de mercado combinada del oro y Bitcoin. Suponiendo que el precio del oro se mantenga sin cambios, el precio de BTC tendría que al menos triplicarse para que la cuota de BTC en el mercado total de activos no in-

Pagos de intereses alemanes por vencimiento restante, en miles de millones de euros, 1995–2024

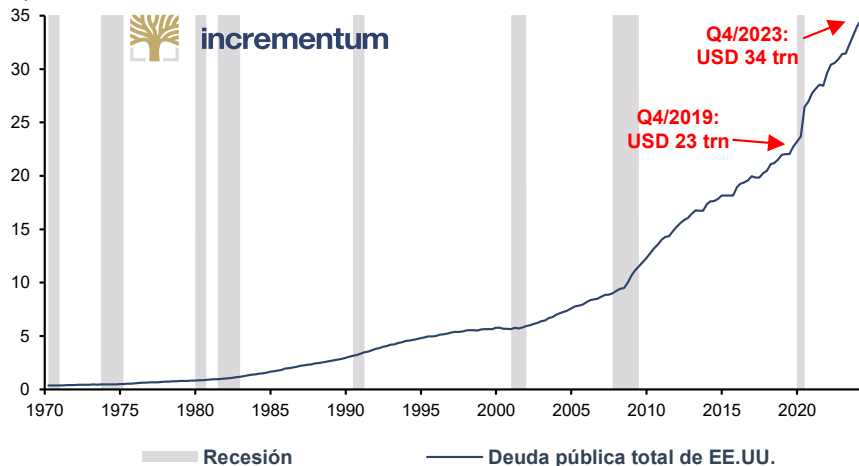


Fuente: Agencia Financiera Alemana, Incrementum AG

flacionistas (oro más Bitcoin) aumentara hasta el 20%.

**Sin embargo, el hecho de que el oro haya ganado una nueva competencia en el universo de los activos no inflacionistas no tiene por qué ser perjudicial para el oro per se.** En línea con el lema „La competencia es buena para los negocios“, es bastante concebible que un examen crítico de la insostenibilidad del actual sistema monetario lleve a cada vez más inversores a darse cuenta de que, desde una perspectiva de cartera, una inversión combinada en oro y Bitcoin es superior a las respectivas inversiones individuales sobre una base ajustada al riesgo. Durante años, nuestro credo ha sido: „Oro para la estabilidad, Bitcoin para la convexidad“.<sup>3</sup>

Deuda pública total de EE.UU., en billones de USD, Q1/1970–Q4/2023

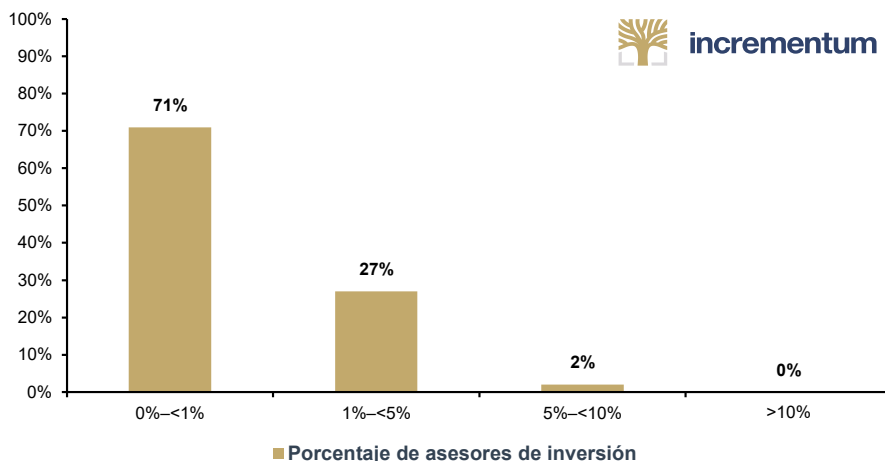


Fuente: Reuters Eikon, Incrementum AG

## Otros puntos destacados del informe *In Gold We Trust* 2024<sup>4</sup>

- Analizamos en detalle las consecuencias específicas del nuevo manual del oro para las decisiones de inversión. También presentamos nuestra adaptación de la cartera 60/40, que se deriva del nuevo manual del oro, y la nueva señal *Incrementum Active Aurum*. Esta señal ayuda a determinar el momento óptimo para aumentar la ponderación del oro de rendimiento.
- Ante la lenta consolidación de la división del mundo en dos campos geopolíticos y económicos, el tema de la desdolarización ya no es sólo una consideración teórica, sino que se manifiesta cada vez más en las decisiones de política económica, los acuerdos internacionales y la vida cotidiana.
- Mantenemos un agitado debate con Brent Johnson y Louis-Vincent Gave sobre los temas de la multipolaridad del orden monetario mundial, el estatus del dólar estadounidense como moneda de reserva mundial y la inflación.
- La creciente importancia de los países no occidentales se refleja también en la creciente importancia de los Emiratos Árabes Unidos, y de Dubai en particular, para el comercio mundial de oro.
- En otro capítulo, exploramos la cuestión de si el oro se está convirtiendo en un metal in-

### Asignación de oro de los asesores de inversión, 2023



Fuente: BofA Global Research, Crescat Capital, Incrementum AG

tocable en Occidente a través de una estigmatización sutil. En otras palabras, nos preguntamos si existe una prohibición del oro en nuestras mentes.

- También se incluye una actualización de la situación de la plata, el metal precioso „hermano pequeño“ que podría beneficiarse especialmente de la transición energética
- Este año también haremos un viaje al futuro (¿lejano?) y a mundos hasta ahora inexplorados.
- Ya es tradición que el informe *In Gold We Trust* dedique un capítulo a Bitcoin, el oro digital. El capítulo de este año se centra en el nuevo manual de Bitcoin tras el conocido “halving” en abril de este año en el que la recompensa a los mineros se redujo a la mitad, y al hecho de que ya estamos cerca de una escasez absoluta de Bitcoins. También pre-

sentamos nuestra idea de *Freebitcoin*, análoga a *Freegold*.

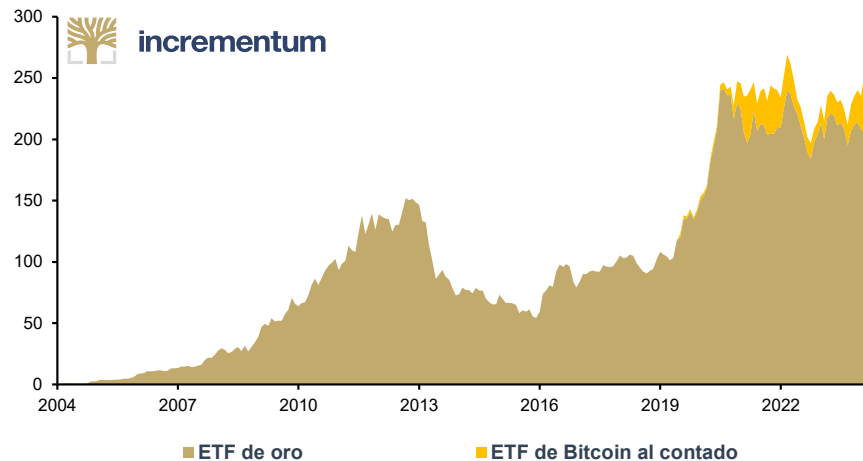
- Además de los dos capítulos tradicionales „Acciones mineras – Situación fundamental y técnica“ y „Análisis técnico“, otros tres capítulos del informe *In Gold We Trust* de este año abordan distintos aspectos de la evolución del oro:
  - „Una perspectiva alternativa para enmarcar el precio del oro basándose en los fundamentales“
  - „Las anomalías del calendario y el mercado del oro“
  - „La valoración el valor beta de la industria minera del oro“

## ¡Muchas gracias!

„Casi todos los libros sobre el oro son aburridos“, así comienza Roland Baader el prólogo de su libro *Gold: Letzte Rettung oder Katastrophe? (Oro: ¿último recurso o catástrofe?)*. Con nuestro informe *In Gold We Trust*, intentamos demostrar lo contrario de forma informativa: **El oro siempre es interesante, porque refleja el estado de la economía mundial, la arquitectura monetaria y también la sociedad.**

Año tras año, el informe *In Gold We Trust* se esfuerza por estar a la altura de su reputación como „el patrón oro de los estudios sobre el oro“ (*Wall Street Journal*) y por

### Tenencias en ETF de oro y ETF de Bitcoin al contado, en miles de millones de USD, 01/2004–03/2024



Fuente: hildobby, Reuters Eikon, Incrementum AG

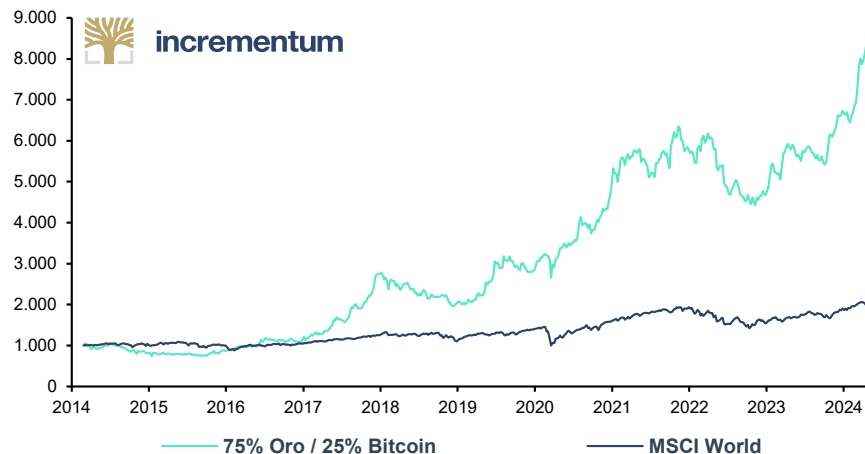
\*Tenencias en GBTC durante el periodo anterior a la negociación del ETF de Bitcoin al contado (01/11/2024)

ser el análisis del oro más reconocido, más leído y más completo del mundo. Ustedes, queridos lectores, son nuestro mayor incentivo. Les agradecemos su interés y la confianza que depositan en nuestros análisis.

Como cada año, nos retiramos a nuestros jardines arbolados durante unas semanas para reflexionar, investigar datos y cifras y, finalmente, redactar el informe *In Gold We Trust*. Al fin y al cabo, no sólo queremos ofrecerle un análisis exhaustivo de los acontecimientos actuales, sino también presentar ideas históricas, filosóficas y económicas teóricas sobre el tema del oro. Nos complace admitir que esto nos resulta algo más fácil en los años en los que el precio del oro aumenta significativamente.

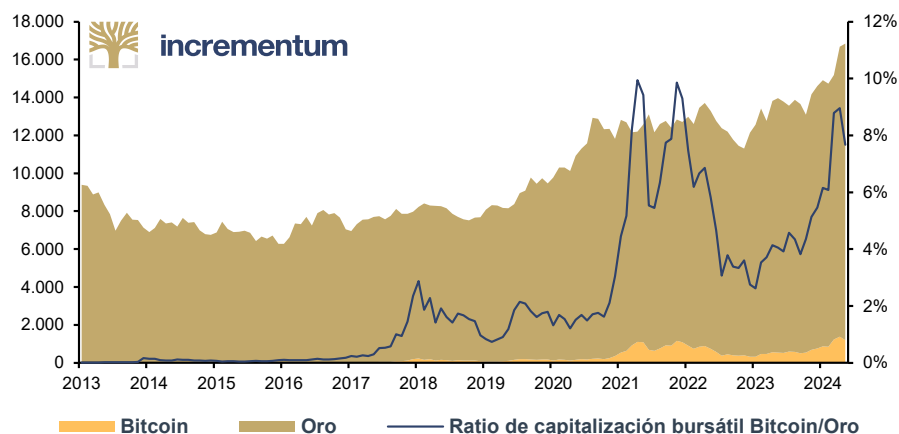
Esta decimoctava edición del informe *In Gold We Trust* presentamos una primicia: Por primera vez, nuestra recién fundada Sound Money Capital AG actúa como editora. No obstante, el informe *In Goldkursiv We Trust* sigue publicándose en colaboración con **Incrementum AG**. Nos gustaría aprovechar esta oportunidad para dar las gracias a nuestros socios de Incrementum AG, que nos apoyan como compañeros de sparrings experimentados en cuestiones de análisis de mercado, valoración de empresas y gestión de fondos. También nos gustaría aprovechar esta oportunidad para dar las gracias a *Erste Group*, editor de los seis primeros números del informe *In Gold We Trust*.

### 75% Oro / 25% Bitcoin\*, y MSCI World, 1.000 = 02/2014, 02/2014–04/2024



Fuente: Reuters Eikon, Incrementum AG  
\*Reequilibrio semanal

### Capitalización bursátil del oro y el bitcoin (izda.), en miles de millones de USD, y relación Bitcoin/capitalización bursátil del oro (dcha.), 01/2013–04/2024



Fuente: Reuters Eikon, World Gold Council, coinmarketcap.com, Incrementum AG

**También queremos dar las gracias a nuestros más de 20 fantásticos colegas de cuatro continentes** por su enérgico e incansable esfuerzo a lo largo de más de 20.000 horas e innumerables husos horarios.

**Por último, un agradecimiento especial a nuestros socios premium.**<sup>5</sup> Sin su apoyo, no sería posible publicar gratuitamente el informe *In Gold We Trust* y ampliar nuestra gama de servicios año tras año. Además de la publicación anual en cuatro idiomas, ofrecemos nuestra *Brújula mensual del oro* todos los meses, así como información continua en nuestra página de inicio del informe *In Gold We Trust* en [ingoldwetrust.report](https://ingoldwetrust.report).

**Creemos que abordar el pasado es esencial para prepararse con éxito para el futuro.** Este examen nos ha llevado a la convicción de que ha llegado el momento de elaborar un nuevo manual del oro que refleje las nuevas reglas del juego. Nos gustaría presentárselo a ustedes, nuestros apreciados lectores, como guía sobre el tema del oro en las casi 420 páginas del informe *In Gold We Trust 2024 (solo en versión inglés/alemán)*.

Ahora le invitamos, como todos los años, a que lea y disfrute de nuestro decimoctavo informe *In Gold We Trust* tanto como nosotros hemos disfrutado escribiéndolo.

Saludos cordiales desde Liechtenstein,  
**Ronald-Peter Stöferle y Mark J. Valek**

#### Notas finales

- 1 „Introducción: de lobos y osos Informe „In Gold We Trust 2022
- 2 Hemos publicado un análisis en profundidad de este sorprendente estudio del Banco Mundial *sobre X*.
- 3 Encontrará más información sobre nuestras estrategias de inversión en [www.incrementum.li/investmentfonds](https://www.incrementum.li/investmentfonds). Para los entusiastas del Bitcoin, también ofrecemos una publicación trimestral, la *Brújula del Bitcoin*. Puede descargarla gratuitamente en [www.incrementum.li/btc-kompass](https://www.incrementum.li/btc-kompass).
- 4 Ver “The New Gold Playbook” Informe In Gold We Trust 2024 en inglés.
- 5 Al final del informe In Gold We Trust encontrará un resumen de nuestros *Socios Premium* con una breve descripción de las empresas.

# It's Time for Performance Gold.



**Performance Gold for Your Portfolio.  
Discover our new active investment  
solution in the gold and mining equities  
sector and complete your portfolio.**



**incrementum**

[www.incrementum.li](http://www.incrementum.li)



# In Gold We Trust<sup>®</sup> Report

## 2024

Tiene en sus manos la versión abreviada del informe In Gold We Trust 2024. El informe completo consta de 24 capítulos y puede ser descargado gratuitamente en [ingoldwetrust.report](https://ingoldwetrust.report).



El Informe completo *In Gold We Trust* de 420 páginas está disponible en:  
[ingoldwetrust.report](https://ingoldwetrust.report)





incrementum

In Gold We Trust<sup>®</sup>  
Report

# Acompáñenos en nuestro ¡viaje dorado!



## *In Gold We Trust Report 2024*

[ingoldwetrust.report/download/34291/?lang=en](http://ingoldwetrust.report/download/34291/?lang=en)



## *In Gold We Trust Report 2023 Compact Version*

[ingoldwetrust.report/download/34296/?lang=es](http://ingoldwetrust.report/download/34296/?lang=es)



## *In Gold We Trust-Chartbook*

[ingoldwetrust.report/download/34376](http://ingoldwetrust.report/download/34376)



## *Monthly Gold Compass*

[ingoldwetrust.report/download/igwt-gold-compass](http://ingoldwetrust.report/download/igwt-gold-compass)

## *In Gold We Trust Nuggets*

[ingoldwetrust.report/igwt-nuggets](http://ingoldwetrust.report/igwt-nuggets)

## *In Gold We Trust Classics*

[ingoldwetrust.report/igwt-classics](http://ingoldwetrust.report/igwt-classics)



## *In Gold We Trust Archive*

<https://ingoldwetrust.report/archivo/?lang=es>



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](https://twitter.com/IGWReport)



Newsletter

[incrementum.li/newsletter](https://incrementum.li/newsletter)

EN DE ES 中文

El padrón oro de todos los informes sobre el oro

[ingoldwetrust.report](http://ingoldwetrust.report)



# Quo vadis, aurum?

*Cualquier cartera bien diversificada debería incluir oro y, en la actualidad, recomendaríamos una sobreponderación agresiva. Esto actuará como cobertura frente a los riesgos geopolíticos y fiscales, ofrecerá un refugio seguro frente a una ruptura de la tendencia alcista de la renta variable y proporcionará una exposición positiva al próximo ciclo de relajación y al periodo de debilidad del dólar. No tenga miedo de entrar en los niveles actuales.*

Dave Rosenberg

**En el mundo del deporte, los nuevos e innovadores manuales de juego han tumbado por tierra muchos de los paradigmas existentes.** Bill Belichick, de los New England Patriots, ha tenido un impacto duradero en la NFL (Liga Nacional de Fútbol Americano) al adaptar sus planes de juego a los del adversario, con la flexibilidad de sus sistemas ofensivos y defensivos, pero también con su guerra psicológica. Bajo la dirección de Belichick, Tom Brady, que en

el año 2000 ocupó el puesto 199 del Draft (fichaje de nuevo talentos de la NFL), se convirtió rápidamente en el jugador que *marca diferencias*. Su asociación con los Patriots les llevó a ganar nada menos que seis victorias en la Super Bowl, convirtiéndose en el equipo quarterback-entrenador más exitoso de la historia de la liga americana. La frase más famosa de Belichick, “*haz tu trabajo*”, refleja su filosofía de que todos los miembros del equipo deben des-

empeñar su papel con precisión para garantizar el éxito del equipo.

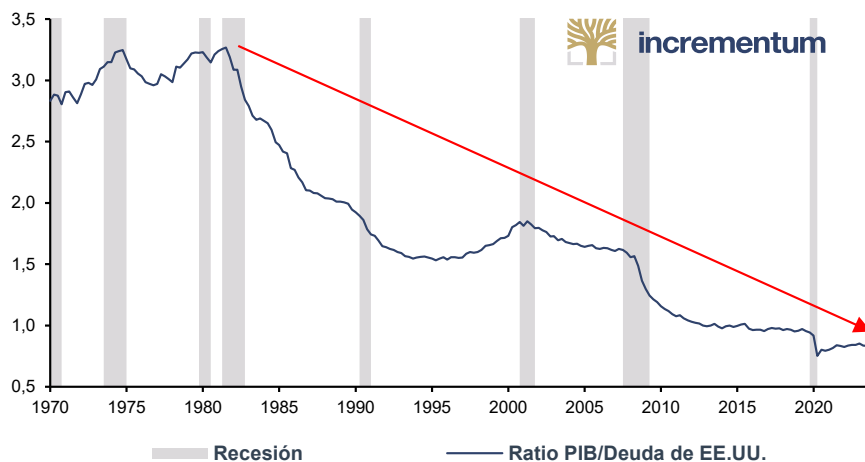
**Lo mismo ocurre con la asignación de activos. Cada clase de activo tiene un papel que desempeñar. Si se utiliza correctamente, el oro podría convertirse en un verdadero elemento diferenciador en la cartera dentro del marco del nuevo manual de juego del oro.**

# Oro Vigilantes - ¿El oro como alerta temprana de una recesión geoeconómicamente inducida?

„El mayor acontecimiento financiero de 2023 ha sido la recesión que nunca llegó“, dice nuestro amigo **Trey Reik**. También habíamos descrito una recesión estadounidense como escenario probable en el informe *In Gold We Trust 2023*, „**Showdown**“. Para nuestra sorpresa (pero no sólo la nuestra), hasta ahora no se ha materializado. **Pero, ¿por qué Estados Unidos se ha librado hasta ahora de una recesión a pesar de la fuerte subida de los tipos de interés?** El déficit presupuestario, todavía muy elevado, y la continua fiebre de gasto de los consumidores, alimentada por los fuertes aumentos de los salarios nominales y la solidez del mercado laboral, son dos razones importantes. Además, EE.UU. se está beneficiando de la creciente reindustrialización y de unas condiciones de financiación todavía muy laxas para las empresas estadounidenses.

Sin embargo, el siguiente gráfico no alegrará mucho a los admiradores keynesianos del actual „milagro económico“. Muestra el PIB dividido entre la deuda nacional. Se puede ver el como el rendimiento decrece

Ratio PIB/Deuda de EE.UU., Q1/1970–Q1/2024



Fuente: Reuters Eikon, Incrementum AG

año tras año lo que significa que cada vez hace falta mayor nivel de deuda para subir marginalmente el PIB. En cuando deje de subirse la dosis de deuda, pronto aparecerán los síntomas de abstinencia.

Aunque la opinión generalizada sobre la evolución económica de EE.UU. es que *nunca habrá recesión ni aterrizaje*, seguimos desconfiando de los distintos escenarios de Ricitos de Oro y aterrizaje. **Al fin y al cabo, la historia demuestra que los ciclos de ajuste casi siempre han terminado en recesión.**

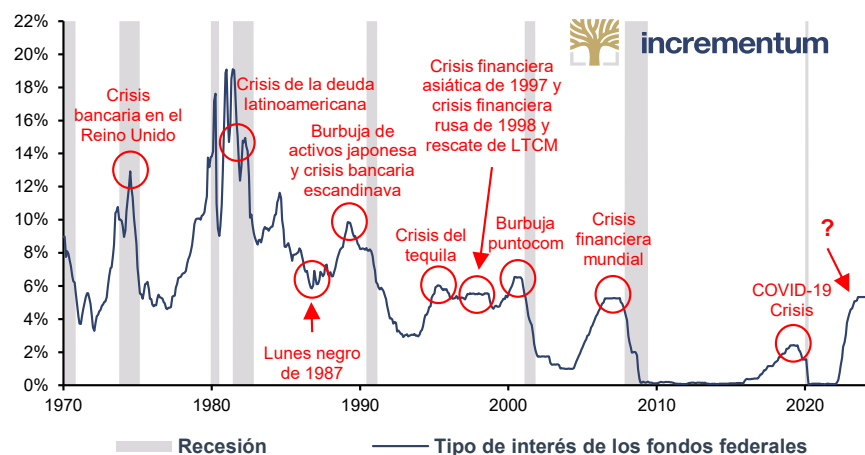
**¿Quizás el precio del oro está demostrando una vez más su característica de cartera como sexto sentido de los mercados financieros?**

Sin embargo, ignoremos por un momento el escenario de una recesión en un ciclo económico “convencional”. En los años setenta, en particular, las fuertes subidas de la cotización del oro fueron seguidas por recesiones que tuvieron desencadenantes geoeconómicos. Tras el estallido del precio del oro en 1972, por ejemplo, Estados Unidos entró en recesión en noviembre de 1973. Esto fue provocado por el embargo de petróleo en respuesta al apoyo occidental a Israel en la Guerra del Yom Kipur en octubre de 1973. Tras el estallido del precio del oro en 1978, EE.UU. entró en recesión en febrero de 1980 como consecuencia de la crisis energética desencadenada por la Revolución iraní, mientras que la tasa de inflación en EE.UU. se elevó a algo menos del 15%.

Es poco conocido que la subida de los precios del petróleo a principios de los años 70 fue una reacción directa de los Estados de la OPEP al cierre de la ventana del oro el 15 de agosto de 1971. Esta desvinculación “temporal” del dólar estadounidense del oro fue interpretada por los miembros de la OPEP como una devaluación del dólar, que redujo en consecuencia sus ingresos reales por petróleo. Así lo documentan las actas de la XXV reunión (extraordinaria) de la OPEP celebrada el 7 de octubre de 1971 en Viena, que la OPEP tuvo la amabilidad de facilitarnos en exclusiva.

**Incluso hoy, existe suficiente potencial para una recesión inducida geoeconómicamente.**

Tipo de interés de los fondos federales, 01/1970–04/2024



Fuente: Reuters Eikon, Incrementum AG

**camente como parte del enfrentamiento geopolítico.** De hecho, este documento histórico de la OPEP nos recuerda la declaración del director general de Gazprom, Alexei Miller, en junio de 2022: „El juego del valor nominal del dinero ha terminado, ya que este sistema no permite controlar el suministro de recursos. Nuestro producto, nuestras reglas. No jugamos con las reglas que no hemos creado“.

**Muchos participantes en el mercado subestiman el riesgo de una crisis del petróleo o de las materias primas provocada deliberadamente por motivos políticos, a pesar de la espiral de sanciones en curso.** Parafraseando a Mark Twain, imaginemos que los países BRICS+ cortocircuitan artificialmente grandes partes del mercado de materias primas (petróleo, gas natural, materias primas agrícolas, cobre, níquel, tierras raras, etc.) en una repetición rítmica de la década de 1970. Esto desencadenaría otra oleada de inflación, que tendría el potencial de causar turbulencias económicas mucho peores que las de los últimos trimestres. **En este caso cabría esperar agitación política y social.**

Incluso sin una acción concertada de este tipo, hay indicios suficientes de que los mercados emergentes ricos en materias primas continúan el proceso de desdolarización que se viene produciendo desde hace tiempo. Las

having considered the report of the Secretary General concerning the recent international monetary developments and their adverse effects on the purchasing power of the oil revenue of Member Countries;

noting that these developments have resulted in a de facto devaluation of the United States Dollar, the currency in which posted prices are established, vis-à-vis the currencies of the major industrialized countries;

recalling Resolution XXI.122 which calls, inter alia, for adjustment in posted or tax-reference prices so as to offset any adverse effect resulting from de facto or de jure changes in the parity of monies of major industrialized countries;

resolves

1. that Member Countries shall take necessary action and/or shall establish negotiations, individually or in groups, with the oil companies with a view to adopting ways and means to offset any adverse effect on the per barrel real income of Member Countries resulting from the international monetary developments as of 15th August, 1971.
2. that the results of negotiations shall be submitted to the next Conference. In case such negotiations fail to achieve their purpose, the Conference shall determine such action as necessary for the implementation of this Resolution.

Fuente: OPEC

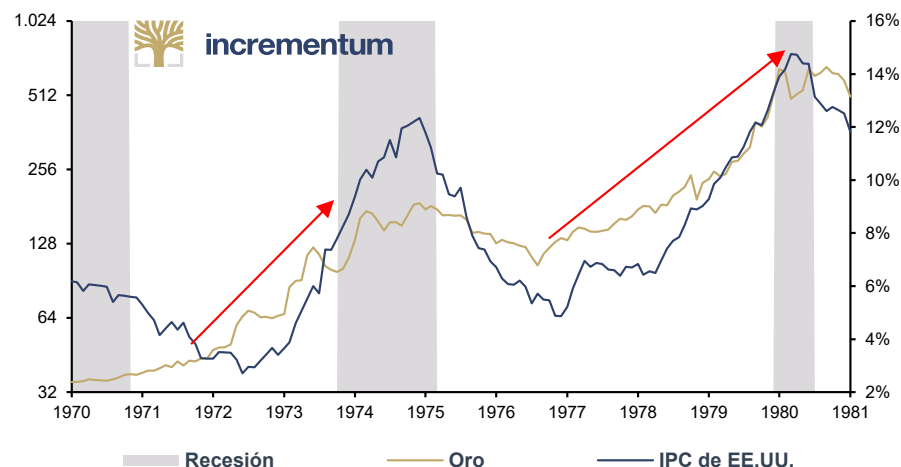
**implicaciones geopolíticas de este proceso de desvinculación se reflejan en la siguiente cita reciente del candidato presidencial estadounidense Donald Trump:** „No permitiría que los países salieran del dólar porque cuando perdamos ese estándar, será como perder una guerra revolucionaria. Eso será un golpe para nuestro país“. Cabe suponer que el enfrentamiento geopolítico hacia un orden multipolar nos acompañará durante algún tiempo. En el mejor de los casos, seguirá produciéndose a escala regional; **en el peor, ya estamos en la trampa de Tucídides sin habernos dado cuenta todavía.**

## El nuevo manual del oro y los límites de la sostenibilidad de la deuda

**Cualquier resto de cordura fiscal fue finalmente arrojado por la borda por los países occidentales como parte de la política de Covid-19.** Este *cambio climático monetario*, como lo llamamos en 2021, sigue en pleno apogeo y no se ha invertido en absoluto ni siquiera tras el final de la pandemia. A las costosas iniciativas como la *Ley de Reducción de la Inflación*, el *Nuevo Tratado Verde* y el fuerte aumento del gasto en un sistema social estructuralmente infrafinanciado como consecuencia de la situación demográfica, se suma ahora la necesidad de hacer frente a la financiación del rearme militar.

**Además, la situación fiscal de muchos países se está deteriorando debido a unos déficits presupuestarios persistentemente elevados y al reciente aumento significativo de los costes de refinanciación.** El significativo aumento de la deuda nacional a raíz de la pandemia de Covid-19 también está pasando factura. En comparación con el cuarto trimestre de 2019, es decir, en vísperas de la pandemia de Covid-19, la deuda estadounidense ha aumentado en 11 billones de USD o alrededor del 50% (!). **Y no parece haber un final a la vista para la borrachera de deuda.**

### Oro (izda., log), en USD, y IPC de EE.UU. (dcha.), 01/1970–12/1980

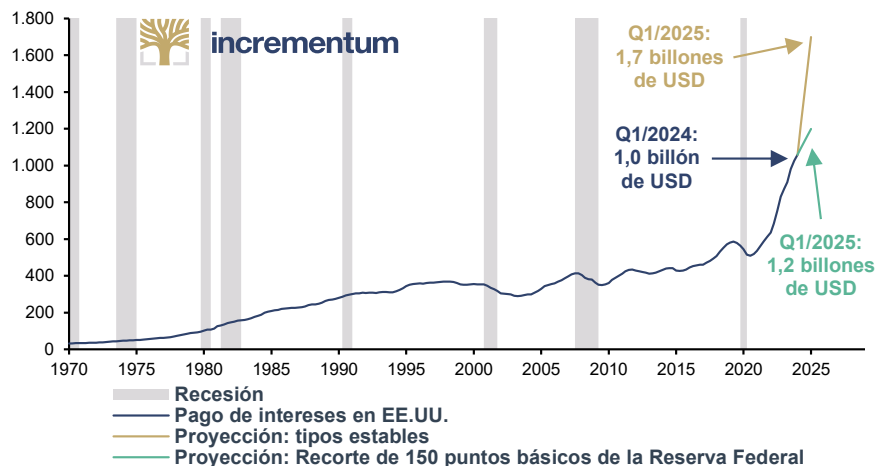


Fuente: Reuters Eikon, Incrementum AG

Un factor decisivo aquí es la estructura de financiación y el plazo restante de los bonos ya emitidos. Esto influye considerablemente en la rapidez con que la subida de los tipos de interés afectará al pago de intereses. El vencimiento medio de la deuda federal estadounidense es actualmente de sólo 70,7 meses. En los últimos años, se ha emitido un número especialmente elevado de instrumentos de deuda a corto plazo, lo que ha aumentado aún más la sensibilidad a los tipos de interés. Cabe suponer que la financiación cada vez más a corto plazo debería limitar la subida de los rendimientos a largo plazo. Por otra parte, esto también da implícitamente a la Reserva Federal un mayor incentivo para bajar los tipos de interés más pronto que tarde.

Para sus previsiones a largo plazo, la CBO (Oficina Presupuestaria del Congreso) parte de un tipo de interés medio de la deuda pública estadounidense del 4% durante las tres próximas décadas. Esta cifra es significativamente superior al tipo de interés medio actual, en torno al 3,2%, pero al mismo tiempo significativamente inferior al rendimiento actual. La consecuencia de un aumento del tipo de interés medio hasta el 4% supuesto por la CBO sería un déficit presupuestario estadounidense de alrededor del 10% del PIB. Cada aumento adicional de un punto porcentual elevaría el pago de intereses en

Pagos de intereses en EE.UU., en miles de millones de USD, 01/1970–01/2025e



Fuente: BofA Global Investment Strategy, Reuters Eikon, Incrementum AG

2,8 billones de dólares más en 10 años. **Esto supondría un 75% más que la totalidad del déficit actual.**

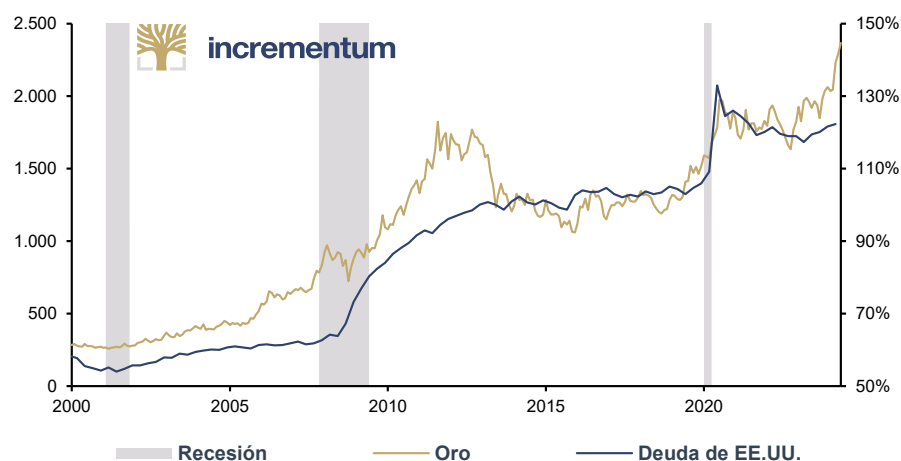
Por tanto, la aparición de medidas de represión financiera para cubrir el coste de la abultada deuda pública parece tan segura como el “Amén” con el que concluyen las oraciones. Las medidas posibles van desde la limitación de los tipos de interés y programas de expansión cuantitativa y cualitativa, hasta el impago (camuflado o no) de la deuda, por ejemplo mediante rebajas o impago de las prestaciones de la seguridad social. Asimismo cabe esperar en la agenda política nuevos controles de capital, devaluaciones de divisa, y un alza en los impuestos al trabajador e impuestos patrimoniales. Ya hemos

tratado varias veces las diversas facetas de la represión financiera en el informe *In Gold We Trust*.

En un comentario extremadamente claro y transparente, [Niall Ferguson](#) presenta otra lección de la rica historia de la falta de moderación fiscal, proporcionando un argumento adicional de por qué el actual periodo de inestabilidad geopolítica nos acompañará durante algún tiempo:

*Mi única contribución al libro de leyes de la historiografía – lo que yo llamo la Ley de Ferguson – afirma que cualquier gran potencia que gaste más en el pago de la deuda (pago de intereses de la deuda nacional) que en defensa no seguirá siendo grande durante mucho tiempo. Fue cierto para la España de los Habsburgo, cierto para la Francia del Antiguo Régimen, cierto para el Imperio Otomano, cierto para el Imperio Británico, esta ley está a punto de ser puesta a prueba por los EE.UU. a partir de este mismo año, cuando (según la CBO, la oficina presupuestaria del congreso de los EE.UU.) los pagos netos por intereses serán del 3,1% del PIB, y el gasto en defensa del 3,0%. Extrapolando el gasto en defensa en el supuesto de que éste se mantenga constante en el 48% del gasto discrecional aprobado por el congreso (la media de 2014-23), la brecha entre el pago de la deuda y el gasto en defensa va a aumentar*

Oro (izda.), en USD, y deuda de EE.UU. (dcha.), en % del PIB, 01/2000–04/2024

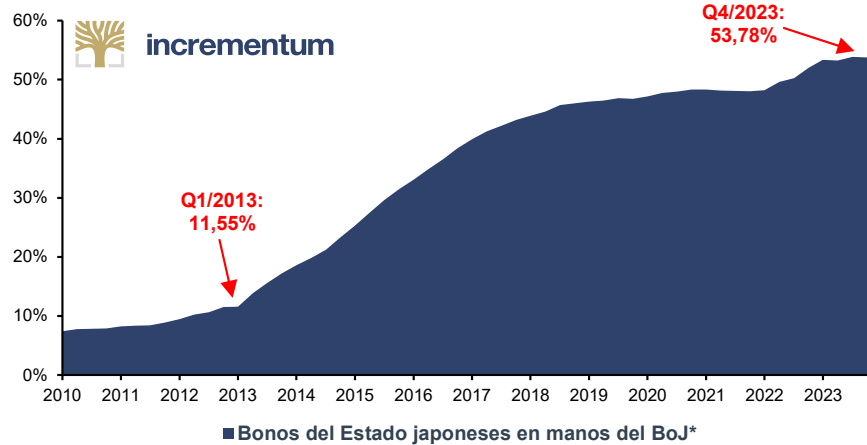


Fuente: Reuters Eikon, Incrementum AG

rápidamente en los próximos años. Para 2041, según las proyecciones de la CBO, el pago de intereses (4,6% del PIB) duplicará el presupuesto de defensa (2,3%). Entre 1962 y 1989, a modo de comparación, los pagos de intereses supusieron una media del 1,8% del PIB; el gasto en defensa, el 6,4%.

**Pero 2024 es también el año de las elecciones. Alrededor de la mitad de la población mundial elegirá un nuevo presidente o parlamento este año.** Las elecciones más relevantes para los asuntos mundiales internacionales tendrán lugar sin duda – no, no en Austria – en Estados Unidos. La pregunta clave para los inversores en oro es: ¿tendrá el esperado vilipendio político un impacto directo en el precio del oro? Nuestra respuesta: Si acaso, sólo a corto plazo. Al fin y al cabo, a la matemática fiscal en EE.UU. y en otros países le importa muy poco la cuestión de quién es el presidente en ejercicio o el partido gobernante (coalición). En efecto, el legado fiscal de los líderes predecesores deja poco margen de maniobra al nuevo líder. Como dice Luke Gromen, las elecciones estadounidenses y el legado fiscal que hereden tiene cierto parecido a los dibujos animados del „coyote contra el correcaminos“, en la que ambos partidos, Demócratas y Republicanos quieren quitarse de encima el cartucho de dinamita con la mecha encendida.

**Bonos del Estado japoneses en manos del BoJ\*, Q1/2010–Q4/2023**



Fuente: Bank of Japan, Incrementum AG  
\*excl. letras del Tesoro

**En la eurozona, poco a poco se va comprendiendo que no sólo Italia es un niño problemático en potencia, sino también Francia.** A mediados de abril, el país galo tuvo que revisar al alza sus previsiones de déficit, que pasaron de un ya elevado 4,4% a un 5,1%. Francia está ahora tan lejos de cumplir los criterios de Maastricht como Vaduz lo está de Vanuatu. **La relajación de las reglas de endeudamiento de la UE finalmente acordadas a finales de abril** – vendida como una mayor deferencia a los países más endeudados de la UE – no acercará Vaduz a Vanuatu, ni enseñará a los políticos adictos al gasto a ser más disciplinados. Además, en Francia, a diferencia de Italia, por ejemplo, el sector empresarial y los hogares también tienen niveles de deuda superiores a la media. En otras palabras: **La**

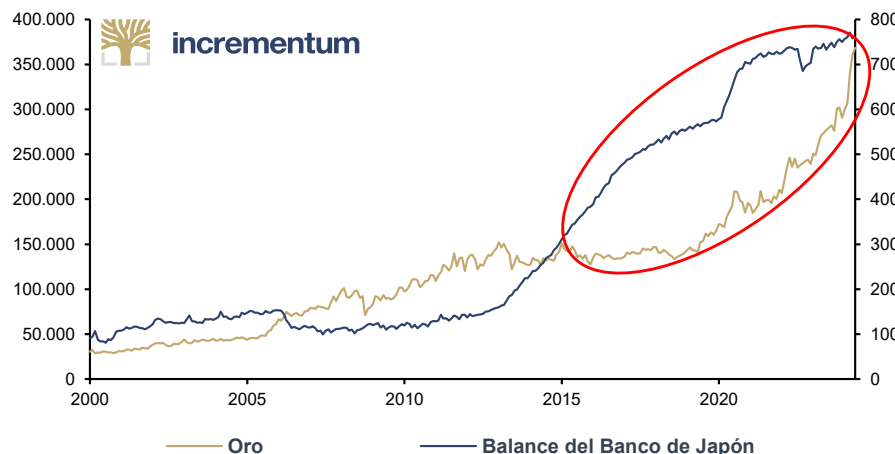
**deuda global combinada de Francia (pública, corporativa, y del hogar) asciende a casi el 330% del PIB, siendo actualmente la más alta de Europa. Esta cifra es unos 80 puntos porcentuales superior a la de Italia y más de 60 puntos porcentuales superior a la de Estados Unidos.** Japón está a la cabeza del mundo, con una deuda global combinada de algo más del 400% de PIB.

**¿Japón al borde de la sostenibilidad de la deuda?**

**Mientras que todos los bancos centrales de los países industrializados occidentales han llevado a cabo importantes ajustes monetarios en los dos últimos años, el Banco de Japón (BoJ) ha mantenido firmemente su política de tipos de interés cero.** En respuesta al mantra neo-keynesiano de que Japón se ha visto demasiado a menudo asolado por la caída de los precios al consumo durante las dos últimas décadas, el reciente aumento de la inflación se aclama ahora como una cura para la supuesta plaga deflacionista. La inflación, que ahora está muy lejos del territorio deflacionista, no debería ponerse en peligro bajo ninguna circunstancia con contramedidas de política monetaria.

**Es bien sabido que Japón es el líder mundial en términos de deuda nacional.** La mayoría de los inversores y analistas no

**Oro (izda.), en yenes, y balance del Banco de Japón (dcha.), en millones de yenes, 01/2000–04/2024**



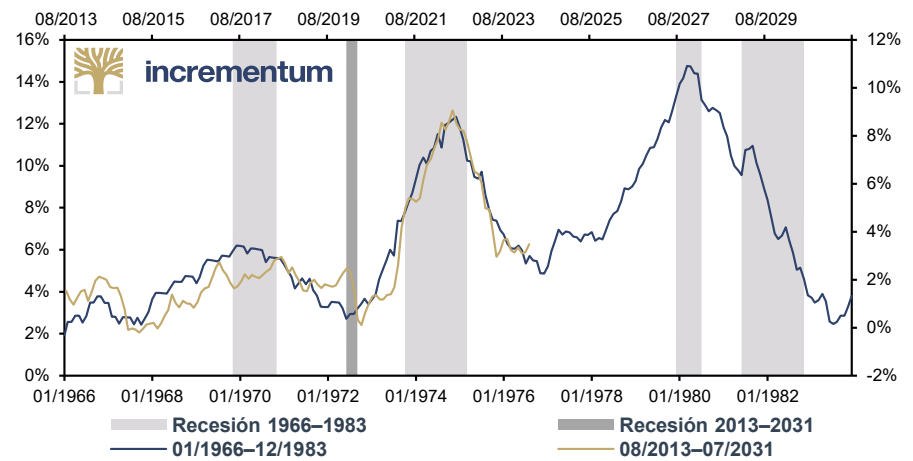
Fuente: Reuters Eikon, Incrementum AG

reconocen este hecho como un problema grave, ya que se suele argumentar que la deuda pública se mantiene en el país. En realidad, sin embargo, el Banco de Japón tiene en su balance más de la mitad de la deuda pública japonesa en circulación. Esto limita la capacidad de actuación del banco central, ya que una venta de instrumentos de deuda por parte del banco central en el mercado – es decir, un endurecimiento cuantitativo – haría que los costes de financiación del gobierno se disparasen.

**El yen japonés se ha visto sometido a una presión creciente durante el último año debido al diferencial de tipos de interés entre el Banco de Japón y otros grandes bancos centrales.** En respuesta, el Banco de Japón ha introducido recientemente una nueva estrategia de política monetaria que podría servir de modelo para los bancos centrales (occidentales). El 19 de marzo, el Banco de Japón subió moderadamente los tipos de interés, lo que significa que los tipos de interés nominales ya no son negativos por primera vez en 17 años. El Banco de Japón también anunció el fin de su política de control de la curva de rendimientos. Cabe destacar que, en un movimiento sin precedentes pero nada sorprendente a la vista de la deuda pública del 263% del PIB, mantiene su programa expansión cuantitativa con compras mensuales de JGB (bonos japoneses) por valor de 40.000 millones de USD.

**Es la primera vez que un banco central combina la subida de los tipos de interés convencionales con la expansión de su balance mediante la expansión cuantitativa. Esto es sin duda un contrasentido en términos de política monetaria, ya que significa efectivamente endurecer al tiempo que se relajan las condiciones de política monetaria.** ¿Se ha colocado el Banco de Japón una vez más a la vanguardia de la política monetaria? En cualquier caso, el yen ha continuado su tendencia bajista desde entonces. A finales de abril, superó la barrera de los 155 frente al dólar por primera vez desde 1990. El tipo

### IPC de EE.UU., interanual, 01/1966–12/1983 (izda.) y 08/2013–07/2031 (dcha.)



Fuente: Andreas Steno, Reuters Eikon, Incrementum AG

de cambio siguió cayendo por debajo de la marca de 160 hasta que una brusca corrección hizo que el yen se apreciara alrededor de un 3% en muy poco tiempo.

**Los inversores japoneses, ante una moneda que se deprecia y unos tipos de interés bajos, recurren cada vez más al oro como medio de almacenar valor.** Esto se pone especialmente de manifiesto en la gran afluencia al *MUFG Gold ETF*, que registró una prima del 12,5% por encima de su valor liquidativo debido a la inmensa demanda. No es de extrañar, dado el hecho de que el precio del oro en yenes aumentó casi un 25% en los primeros cuatro meses del año, después de ganar un +21,6% el año anterior. Desde 2019, el incremento ha sido superior al 150%. La demanda de los inversores – muy volátil en Japón – se disparó un 228% en 2023 respecto a 2022.

En vista de estos desagradables hechos, estamos más convencidos que nunca de que **las crisis financieras y de deuda soberana pronto podrían dejar de ser dominio exclusivo de los países en desarrollo y emergentes, para pasar a formar parte de la política (económica) cotidiana de uno u otro país industrializado.** La cuestión crucial es si la respuesta será en forma de impagos (nominales) o de devaluación de la moneda.

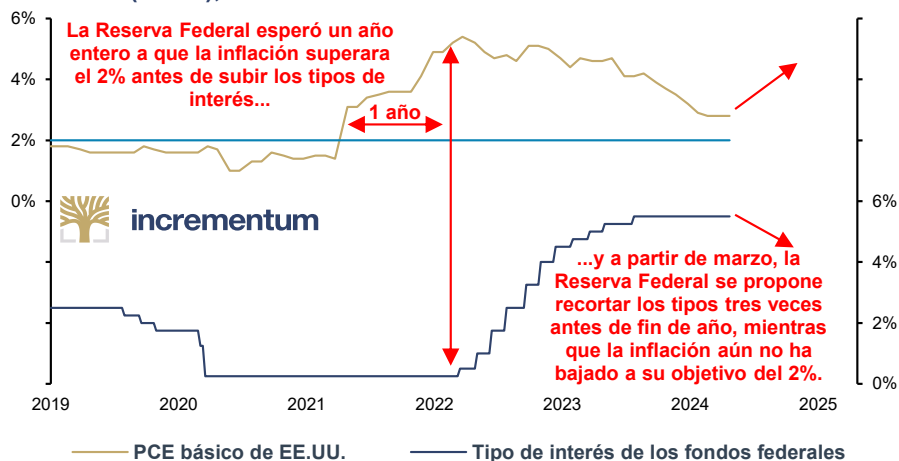
## El nuevo manual del oro en la era de las altas tasas de inflación

„La era de la Gran Moderación ha terminado“ ha sido un mensaje central de nuestras conferencias magistrales y estudios de los últimos años. Debido al creciente predominio de la política fiscal, es poco probable que las autoridades monetarias puedan combatir la inflación de forma sistemática. Seguimos esperando tasas de inflación estructuralmente más altas y una volatilidad de la inflación persistentemente elevada. Los últimos meses han demostrado lo persistente que puede ser la inflación. Si echamos la vista atrás a las tres oleadas de inflación de finales de los sesenta y los setenta, la similitud con la evolución actual es realmente sorprendente.

**¿Se sacrificará ahora la estabilidad de precios para garantizar la viabilidad financiera de la deuda pública?** En su notable ensayo para el Banco de la Reserva Federal de San Louis, titulado “*Fiscal Dominance and the Return of Zero-Interest Bank Reserve Requirements*”, el profesor Charles Calomiris describe claramente este escenario. En cuanto fracase una subasta de bonos, es decir, cuando no se encuentre ningún acreedor a un tipo de interés aceptable para el Tesoro estadounidense, el gobierno recurrirá a los bonos sin interés, es decir, a la imprenta, en lugar de a los bonos con interés, y se financiará a través de la inflación.

El dominio fiscal absoluto lleva a los gobiernos a recurrir a la inflación como forma de impuesto, „imprimiendo dinero“ (aumentando la deuda pública y pagando cero intereses). El modus operandi es así: Cuando el mercado de bonos se da cuenta que los intereses pagados por la deuda están por encima de lo que el gobierno puede pagar, las subastas de deuda pública empiezan a quedarse desiertas ya que el gobierno no puede pagar los altos tipos de interés requeridos por el mercado. En ese momento el gobierno retira la oferta de bonos y pasa al plan B: imprimir dinero.

**PCE básico de EE.UU. (izda.) y tipo de interés de los fondos federales (dcha.), 01/2019–04/2024**



Fuente: Canaccord Genuity, Reuters Eikon, Incrementum AG

Aunque la historia no se repite nunca con total exactitud, es muy factible ver otra oleada de inflación. Esto se debe al efecto base y a la forma distorsionada en la que se mide la inflación. Recordemos que la inflación depende del valor del IPC 12 meses atrás, el valor “base”. Por tanto, pese a ser la inflación extremadamente alta durante un año, si la inflación baja al año siguiente se camufla en cierto modo la tasa de inflación real pese a que en realidad los precios de la energía y de los alimentos siguen su imparable escalada año tras año.

Las reglas del juego también han cambiado en la política de los bancos centrales. Los bancos centrales del mundo parecen tener una visión cada vez más asimétrica de la inflación. El siguiente gráfico

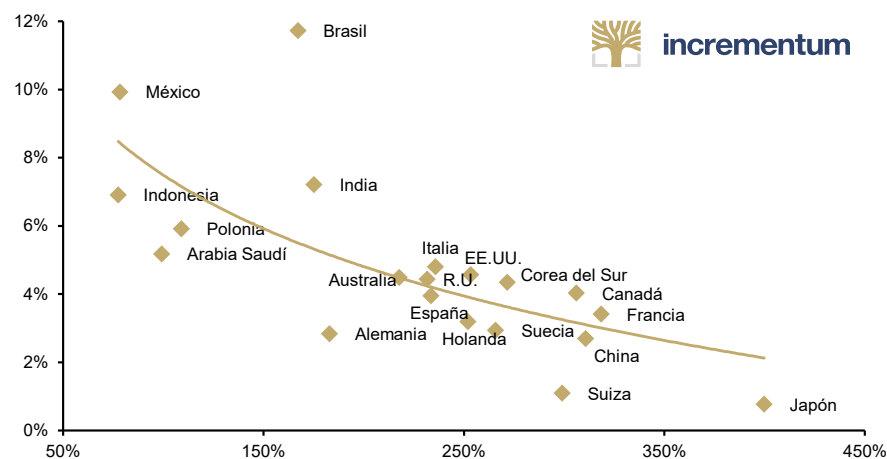
ilustra bien esta asimetría. Después de que la inflación superara el 2% en 2021, la Reserva Federal vaciló durante todo un año debido a su juicio erróneo de que la inflación era meramente „transitoria“. En cambio, según las actas del FOMC de marzo de 2024, la Reserva Federal tiene la intención de recortar los tipos de interés tres veces este año, a pesar de que la inflación aún no ha caído al objetivo del 2%. Es obvio que este sesgo favorable a la inflación de los bancos centrales también se explica por el continuo aumento de los niveles de deuda y el marcado incremento de los costes de financiación, aunque los bancos centrales se cuiden de no responder a ninguna pregunta sobre la sostenibilidad de la carga de la deuda, so pretexto de mantener una postura apolítica.

En un contexto de sobreendeudamiento estructural, es muy probable que se produzcan nuevos ajustes de los objetivos de política monetaria, incluidos los de inflación. Olivier Blanchard, antiguo economista jefe del FMI, ha sugerido, por ejemplo, que un objetivo de inflación del 3-4% podría ser más eficaz que el objetivo tradicional del 2%.

Muchos de los principales bancos centrales ya han adaptado sus objetivos de inflación en los últimos años. En 2020, la Reserva Federal modificó su objetivo de inflación pasando a un objetivo de inflación del “2% a largo plazo”. Poco después, el BCE hizo lo propio y revisó su objetivo de inflación en 2021, pasando de un objetivo “inferior, pero próximo, al 2%” a un objetivo “simétrico del 2% a medio plazo”. Este cambio, aparentemente menor, fue sin embargo significativo, ya que en general clasifica las tasas de inflación por encima del 2% como tolerables y, por tanto, permite una devaluación más rápida de la moneda por término medio.

Un detalle notable de pasada: Cuando la inflación empezó a subir en la primavera de 2021, los bancos centrales de los mercados emergentes reaccionaron mucho antes y con más decisión que los de los países industrializados, que llevaban mucho tiempo con la ilusión de que la inflación no era más que una “joroba”. La razón de esta divergen-

**Deuda total (eje de abscisas) frente a tipos de interés (eje de ordenadas), Q3/2023**



Fuente: Coinews/Coins, BIS, Reuters Eikon, Incrementum AG



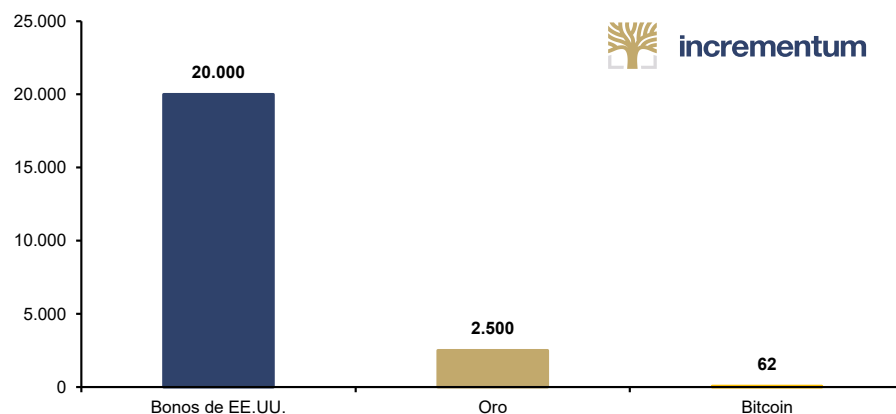
cia es que la inflación y, por tanto, la lucha contra la inflación no era nada nuevo para los mercados emergentes, mientras que los países industrializados estaban adormecidos por una falsa sensación de seguridad gracias a la Gran Moderación. Aplicado al mundo de los bancos centrales, parece como si los mercados emergentes fueran conscientes de los peligros de poner a la imprenta a trabajar vigorosamente, mientras que sus homólogos occidentales no lo son.

**En los últimos tiempos hemos asistido a una erosión gradual de la definición de estabilidad de precios en los países industrializados.** Es bastante probable que los bancos centrales occidentales permitan nuevas tasas de inflación implícitas o, a veces, incluso explícitamente más elevadas. **¿Qué significaría esto para las expectativas de inflación de la población, los tipos de interés reales y, por extensión, el oro?**

## ¿Qué significa do traen las nuevas reglas de juego del oro para los inversores?

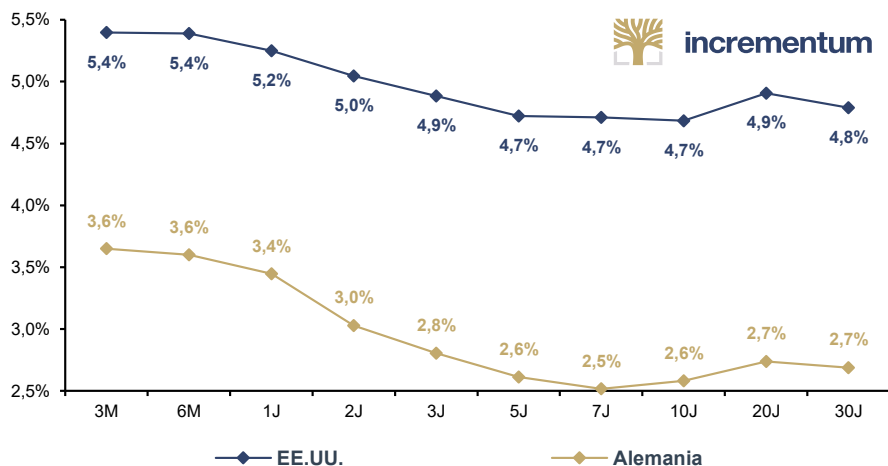
**El cambio climático monetario, la escalada de la confrontación geopolítica y el**

### Oferta adicional prevista de bonos del Estado de EE.UU., oro y bitcoin hasta 2034 a precios actuales, en miles de millones de USD



Fuente: Lyn Alden, Reuters Eikon, World Gold Council, Incrementum AG

### Curva de rendimientos, EE.UU. y Alemania, 04/2024



Fuente: Reuters Eikon, Incrementum AG

**aumento de los costes de financiación, exacerbados por unos tipos de interés „más altos durante más tiempo“, tienen consecuencias de largo alcance.** Alcanzar los límites de la sostenibilidad de la deuda proporciona un fuerte incentivo sistémico para una mayor inflación. En una época de sobreendeudamiento inminente y, por tanto, de riesgo latente permanente de inflación, hay un gran perdedor entre todas las clases de activos: los bonos.

**“Cualquier cosa menos bonos” (ABB): esta frase refleja el creciente escepticismo hacia los bonos del Estado de interés fijo.** Aunque el terreno de los tipos de interés cero haya quedado atrás y sea realmente posible volver a obtener notables rendimientos nominales de los bo-

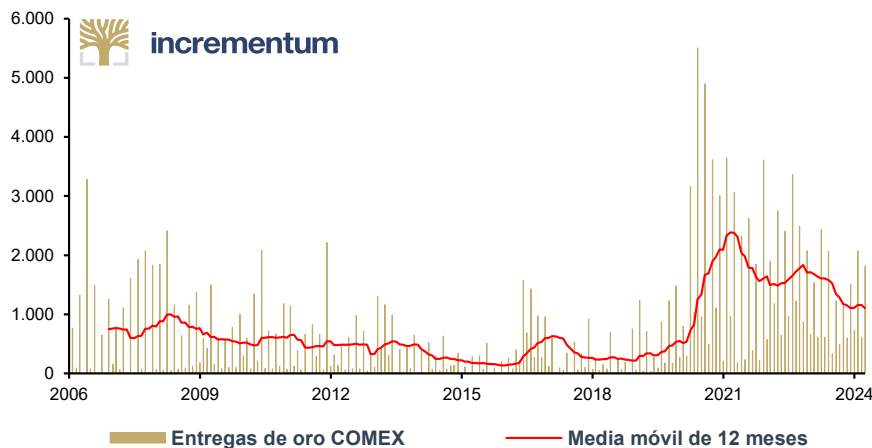
nos, creemos que no hay *que* morder el cebo de los tipos de interés nominal sin antes estudiarlos cuidadosamente. Especialmente si pensamos en las inversiones con vencimientos más largos, que actualmente siguen rindiendo bastante menos que las inversiones a corto plazo. Tras el desastroso año de los bonos de 2022, en el que la deuda pública estadounidense a 30 años sufrió pérdidas superiores al 30%, este año se vislumbra otro rendimiento negativo. A finales de abril, los bonos del Tesoro a largo plazo perdían casi un 10%. **La caída de la confianza en los bonos del Estado no es otra cosa, en última instancia, que el aumento de la desconfianza en el valor de la moneda pública.** Esta pérdida de confianza sólo se ha producido en parte hasta ahora. **Sigue habiendo mucho en juego.**

**Este descenso de la confianza en los bonos no es, por supuesto, una coincidencia. Nuestra estimada amiga Lyn Alden resume la situación fiscal actual de la siguiente manera:** En una época de dominio fiscal, la oferta de bonos no deja de aumentar. En el futuro se esperan déficits de entre 1,5 y 2,5 billones de dólares – con tendencia al alza – en EE.UU. y, por lo tanto, también tendrán que financiarse mediante bonos. Esto significa que, sólo en la próxima década, además de los bonos del Estado que vendan, se emitirán unos 20 billones de dólares más en nuevos bonos del Estado.

En cambio, se calcula que la cantidad de oro recién extraído sólo alcanzará un valor de 2,5 billones de dólares (2.5 trillones USA) a precios constantes en los próximos 10 años si el ritmo de producción se mantiene constante. La oferta de bitcoins calculada sobre la base del precio actual del Bitcoin aumentará a un ritmo aún menor. En los próximos 10 años, lo que corresponde a 2,5 “halvings” (periodos en los que la recompensa se reduce a la mitad), se minarán exactamente 1.025.390.925 bitcoins. A los niveles de precios actuales de alrededor de 60.000 USD, esto corresponde a un valor de algo menos de 62.000 millones de USD. Por lo tanto, cabe esperar fuertes subidas de los precios del oro y del Bitcoin, especialmente si los inversores empiezan a buscar clases de bonos alternativos a gran escala. Según Alden, las acciones de calidad seleccionadas también son adecuadas como alternativa.

También crece la impresión de que la confianza en las élites políticas está disminuyendo claramente en muchos países. Esto no es una buena noticia, porque instituciones fundamentales como la ley, los medios de comunicación, la ciencia, pero también la economía monetaria y de mercado en particular, dependen de un alto nivel mínimo de confianza. Ya abordamos esta cuestión en el informe *In Gold We Trust* 2019, “El oro en la era de la erosión de la confianza”, y la cuestión, por desgra-

### Entregas de oro COMEX, en miles de onzas troy, 01/2006–04/2024



Fuente: Reuters Eikon, Incrementum AG

cia, ha adquirido cada vez más relevancia. Sin embargo, también podríamos cambiar de perspectiva y preguntarnos cuántos políticos siguen confiando en su pueblo o en los votantes de otros partidos.

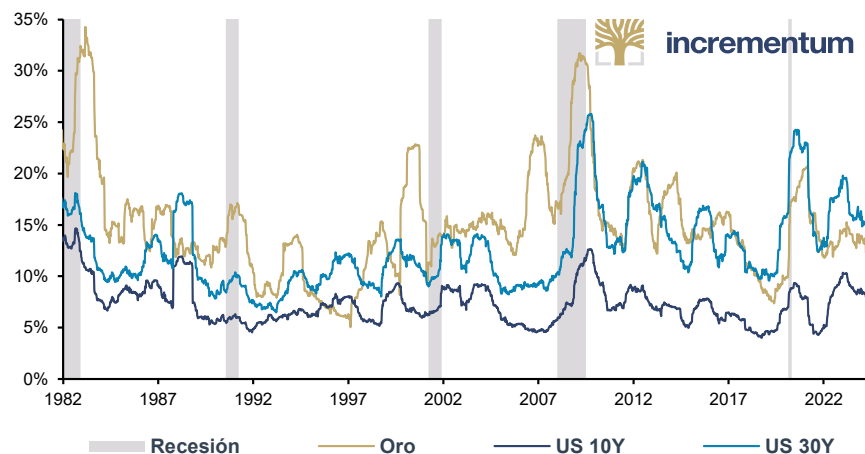
Otro indicio de la erosión de la confianza es el hecho de que cada vez más participantes en el mercado prefieren la entrega física del oro. En 2020, los inversores empezaron a exigir cada vez más la entrega física de oro cuando vencían sus futuros sobre oro. Si comparamos las entregas físicas desde antes del estallido de la pandemia, podemos ver que, aunque las entregas han vuelto a caer significativamente tras la explosión de las entregas físicas al principio de la pandemia, siguen estando a un nivel significativamente más alto. La

identidad de los compradores sigue siendo a menudo incierta. Sin embargo, suponemos que se trata principalmente de family offices (fondos de inversión que gestionan el patrimonio familiar), HNWIs (individuos de alto poder adquisitivo) y compradores gubernamentales poco sensibles a los precios pero críticos con el “oro de papel”. En otras palabras, la mayor proporción de entrega física es una consecuencia más de la menguante confianza en la solidez del sistema financiero y monetario.

Además, los bancos centrales de los países con superávit de exportación tienden a reducir el reciclaje de sus reservas en dólares, es decir, a (re)invertir menos en deuda pública estadounidense. Hasta cierto punto, la **desdolarización también va acompañada de la desobligación**. A la inversa, sin embargo, esto también significa que los inversores buscan alternativas a los bonos del Estado – alternativas que sean líquidas, tengan un perfil de volatilidad similar al de los bonos del Estado a largo plazo e, idealmente, también protejan contra la inflación. El oro presenta una volatilidad similar a la de la deuda pública a largo plazo, pero tiene la gran ventaja de que no tiene riesgo de contrapartida.

Dado nuestro escepticismo hacia la deuda pública, suponemos que un número cada vez mayor de participantes en el mercado considerará en el futuro una mayor pon-

### Volatilidad anualizada móvil del oro, US 10Y y US 30Y, 01/1982–04/2024



Fuente: Reuters Eikon, Incrementum AG

deración tanto del oro refugio como del oro de rendimiento. **Concretamente, en una cartera con un horizonte de inversión a largo plazo, consideramos aconsejable una proporción de hasta el 15% de oro refugio y hasta el 10% de oro de rendimiento.** En vista de la situación actual, consideramos que se trata de un equilibrio prudente entre estabilidad y crecimiento.

**Oro refugio**

**Por oro refugio nos referimos a las inversiones en oro físico (lingotes, monedas).** Por consiguiente, éste debe almacenarse fuera del sistema bancario o, idealmente, en jurisdicciones con una seguridad jurídica muy elevada. El oro refugio es un activo líquido a prueba de fallos que se utiliza principalmente como cobertura frente a la inestabilidad económica y (geo)política, la inflación elevada y los peores escenarios. Por lo general, el oro que se posee físicamente es una reserva a toda prueba de la que, idealmente, nunca es necesario disponer y que, en el mejor de los casos, se transmite a la siguiente generación. **Debido al riesgo de impago prácticamente inexistente y a la situación general descrita en detalle en el informe *In Gold We Trust* de este año, estamos convencidos de que es aconsejable una asignación significativamente mayor al oro refugio.**

**Oro de rendimiento**

Mientras que la finalidad del oro refugio

**Oro (izda.), en USD, y GDx (dcha.), en USD, 01/2014–04/2024**



Fuente: Reuters Eikon, Incrementum AG

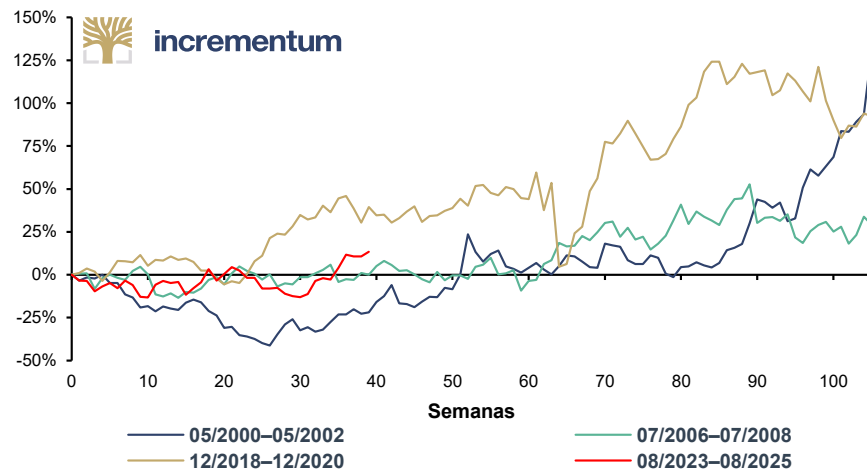
**es actuar como una cesta de huevos con un poder adquisitivo estable, la finalidad del oro de rendimiento es lograr una rentabilidad superior a la del oro físico.** El oro de rendimiento incluye clases de activos tan diversas como acciones de minas de oro, plata y acciones de minas de plata, y posiblemente también Bitcoin. Las inversiones en oro de rendimiento son, por tanto, más volátiles y están menos correlacionadas con las inversiones tradicionales. En consecuencia, el oro de rendimiento debe gestionarse activamente.

**Acciones mineras de oro**

**El rendimiento de las acciones mineras de oro y plata ha sido decepcionante para la mayoría de los inversores en los últimos años.** La divergencia entre la evo-

lución del precio del oro y la de las acciones de las mineras auríferas ha sido realmente notable. Como muestra el siguiente gráfico, las acciones de las empresas mineras auríferas se han comportado bastante peor que el oro. Las principales razones han sido el fuerte aumento de los costes (AISC) en 2022 y 2023 y la falta de interés general de los inversores financieros occidentales. La divergencia entre el rendimiento del oro y el de las acciones mineras también puede explicarse por el hecho de que los inversores de Asia no suelen invertir en empresas mineras. Prefieren poseer oro y plata físicos. Los inversores financieros occidentales, en cambio, han reducido sus asignaciones a acciones mineras en consonancia con sus reducciones de participaciones en ETF de oro.

**Rendimiento del HUI 24 meses después de la última subida de tipos de la Fed, 01/2000–04/2024**



Fuente: Reuters Eikon, Incrementum AG

**Dentro del espectro de la renta variable, otros temas como la IA han robado recientemente el protagonismo a los mineros del oro.** Sin embargo, no cabe duda de que las acciones mineras están infravaloradas a nivel fundamental. En los últimos meses, esta infravaloración ha atraído la atención de conocidos inversores famosos por sus inversiones contrarias a la realidad. Stanley Druckenmiller vendió acciones tecnológicas en el cuarto trimestre de 2023, incluidas Alphabet y Amazon, e invirtió en Newmont y Barrick. Poco después, el *Financial Times* informó de que Elliott Management, dirigido por Paul Singer, está lan-

zando un fondo llamado Hyperion para invertir en metales preciosos y básicos, dirigido por el ex CEO de Newcrest Mining.

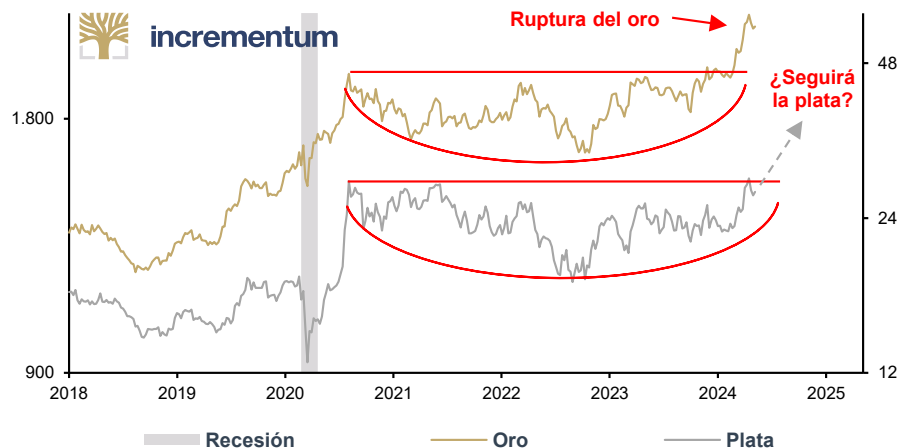
**El sector de la minería del oro es único en muchos aspectos.** Aunque la investigación fundamental ascendente es esencial para una cuidadosa selección de valores y una diversificación sensata, las influencias macroeconómicas descendentes desempeñan un papel especialmente importante. En cuanto a la sensibilidad a la política monetaria, un vistazo al pasado muestra que los momentos de inversión en torno a la última subida de los tipos de interés suelen ser excelentes puntos de entrada.

Debido a la infravaloración histórica del sector minero, a mediados de febrero de 2024 lanzamos una estrategia de inversión descendente en línea con estas influencias descendentes y otras ideas del nuevo libro de jugadas del oro. El *Incrementum Active Aurum Signal* presentado en este informe *In Gold We Trust* desempeña un papel central en la estrategia de inversión. Encontrará más información sobre la estrategia en [www.incrementum.li](http://www.incrementum.li).

**Plata**

La plata también puede desempeñar un papel importante como „oro de rendimiento“. La plata experimenta un déficit de oferta por cuarto año consecutivo. Con 215,4 Moz, el déficit alcanzará un nuevo ni-

Oro (izda., log), en USD, y plata (dcha., log), en USD, 01/2018–04/2024



Fuente: Reuters Eikon, Incrementum AG

vel récord en 2024. La razón principal es el actual auge de la energía fotovoltaica. Este sector clave de la transición energética, dominado por China, es ahora la mayor categoría de demanda de plata, con un consumo de 232 Moz. Además, la plata ha superado al oro en 6 de los 7 últimos mercados alcistas desde 1967. Sin embargo, el comportamiento de los precios del metal blanco sigue estando por debajo de la media hasta la fecha.

**Históricamente, fue el aumento de la demanda de inversión lo que resultó decisivo para los pronunciados mercados alcistas de la plata.** En caso de una segunda oleada inflacionista, podría desencadenarse una ola de FOMO (temor a quedarse fuera, o en inglés “fear of missing out”), y la plata

sería probablemente una de las mayores beneficiarias.

**Materias primas**

**El superciclo de las materias primas, que hemos señalado regularmente en los últimos años, se ha tomado un respiro, pero en nuestra opinión, sigue intacto.** Los aumentos de precios y los estrangulamientos de la oferta han vuelto a poner de actualidad la posible escasez de recursos. *Hace poco, Nicolai Tangen*, Consejero Delegado del fondo soberano noruego de 1,5 billones de dólares, advirtió de una posible escasez de recursos y de la subida de los precios de las materias primas. A la vista del descuido en el ciclo de capex, que describimos en detalle en el informe *In Gold We Trust 2023*, creemos firmemente que el mercado alcista de las materias primas está sólo en sus primeras fases. El reciente repunte del cobre y la OPA de BHP sobre Anglo American podrían ser presagios de la siguiente fase del mercado alcista.

**Oro digital**

**Durante muchos años, hemos creído que la incorporación de Bitcoin a las carteras tradicionales mejora el perfil de riesgo-recompensa.** La aprobación de los ETF de Bitcoin por parte de la SEC y el consiguiente aumento de la seguridad jurídica refuerzan esta opinión. Por lo tanto, la prohibición de Bitcoin queda definitivamente descartada. Una forma práctica de integrar

Ratio del índice Nasdaq 100/BCOM Spot, 01/1991–04/2024



Fuente: BofA Global Investment Strategy, Reuters Eikon, Incrementum AG

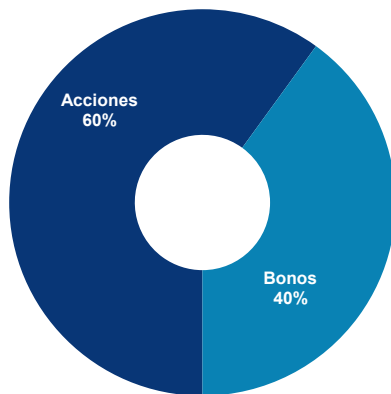
la exposición al Bitcoin en una cartera tradicional es utilizar componentes de cartera que combinen oro y Bitcoin. En este caso, la volatilidad puede utilizarse en beneficio del inversor a través del reequilibrio y posiblemente también a través de una opción superpuesta. Sin embargo, estas inversiones requieren amplios conocimientos especializados.

## El nuevo manual con la jugada 60/40

En la actualidad, las carteras de valores tradicionales siguen caracterizándose por una combinación 60/40 de renta variable y renta fija. Sin duda, esta construcción de cartera ha sido capaz de ofrecer atractivos rendimientos ajustados al riesgo en las últimas décadas. Sin embargo, el entorno macroeconómico necesario para un rendimiento positivo ha pasado a la historia con el fin de la Gran Moderación.

Hace aproximadamente medio siglo, Harry Browne presentó la *cartera permanente* como alternativa a la cartera convencional 60/40. Se compone de un 25% de acciones, un 25% de bonos, un 25% de efectivo y un 25% de oro. Resulta sorprendente que esta cartera se popularizara tras el periodo de alta inflación de los años 70, durante el cual la cartera 60/40 habría obtenido malos resultados, mientras que la cartera 25/25/25/25 habría logrado

La antigua cartera 60/40



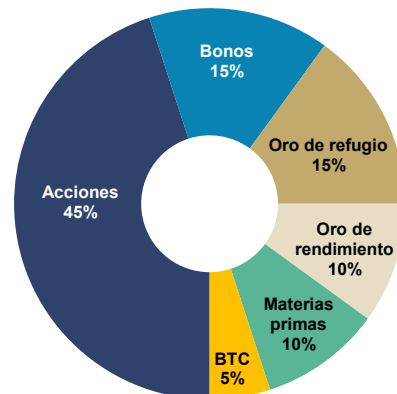
Fuente: Incrementum AG

resultados significativamente mejores.

Aunque la cartera permanente puede seguir siendo una alternativa interesante hoy en día, creemos que existe una aplicación más contemporánea en el marco del nuevo manual del oro. Nuestra interpretación de una nueva cartera estándar para inversores a largo plazo contempla la siguiente asignación.

Por supuesto, no consideramos que esta asignación sea una regla inamovible. Se trata más bien de una directriz derivada de las actuales realidades monetarias, fiscales y geopolíticas. En nuestra opinión, el nuevo libro de jugadas del oro se aplica mientras estemos en una fase de inestabilidad monetaria, caracterizada por altos niveles de

La nueva cartera 60/40



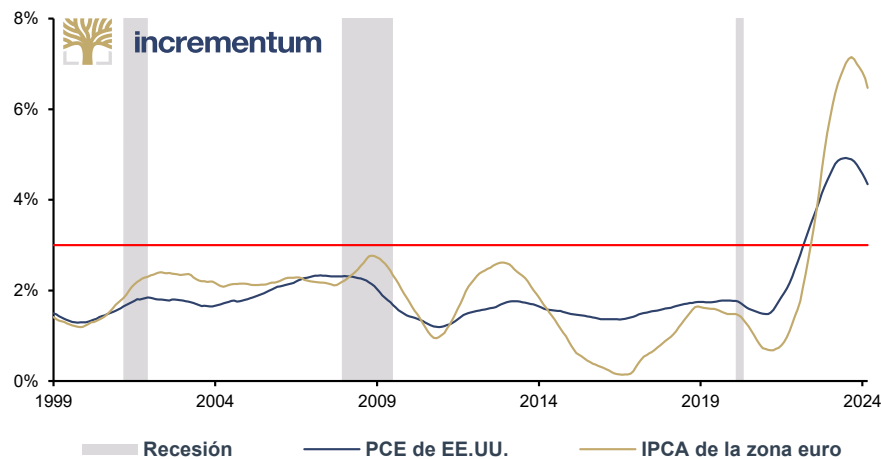
deuda e inestabilidad geopolítica. Una medida cuantitativa sencilla de la estabilidad monetaria son las tasas de inflación. **Si las tasas medias de inflación se mantienen por debajo del 3% durante un periodo de 24 meses, sería un buen indicio de que la situación se ha estabilizado.**

Hasta que volvamos a aguas monetarias estables, parece aconsejable una proporción significativa de divisas fuertes no inflacionistas y a prueba de impagos, activos reales y materias primas en la cartera.

## Los 10 puntos clave del nuevo Manual del Oro

El tema subyacente de esta edición “el manual del oro” podría resumirse así: La reorganización de la estructura económica y de poder internacional, la influencia dominante de los mercados emergentes en el mercado del oro, el alcance de los límites de la sostenibilidad de la deuda y, posiblemente, múltiples oleadas de inflación están provocando la apreciación del oro. Esta fase continuará durante algún tiempo, hasta que se establezca un nuevo equilibrio.

### Media móvil a 2 años del PCE de EE.UU. y del IPCA de la zona euro, 01/1999–03/2024



Fuente: BofA Global Investment Strategy, Reuters Eikon, Incrementum AG

1. **La elevada correlación negativa entre los rendimientos reales estadounidenses y el precio del oro ha pasado a la historia (por ahora).** A pesar del aumento de los rendimientos reales, no se ha podido frenar la subida del precio del oro.
2. **Los bancos centrales son un factor decisivo en la demanda de oro:** La demanda de estas instituciones no es muy sensible al precio. Es probable que los bancos centrales hayan puesto un suelo al precio del oro.
3. **La militarización del dinero fiduciario tiene consecuencias duraderas:** La confiscación de las reservas rusas y de los activos de los oligarcas rusos en 2022 fue una llamada de atención para numerosos Estados, así como para particulares adinerados de los Estados del Golfo, Rusia y China. Los inmuebles (de lujo) en Londres, Nueva York o Vancouver siempre han sido el destino preferido de los ahorros de los mercados emergentes, pero esto ha cambiado en 2022.
4. **Los activos refugio son cada vez más escasos:** la lista de activos líquidos refugio se está acortando. Los activos refugio nuevos y antiguos están ganando importancia.
5. **A diferencia de la fuga de oro en Estados Unidos en los años sesenta, los mercados emergentes están experimentando ahora una ganancia de oro.** China desempeña un papel destacado en este sentido, pero ya no está sola. Los inversores occidentales ya no son los principales traders de oro. El poder que determina los precios en el mercado del oro se desplaza cada vez más hacia Oriente.
6. **Cambio climático monetario:** La generosidad fiscal ha puesto seriamente en peligro la sostenibilidad de la deuda de los países occidentales. La explosión de la carga de intereses es un presagio de los límites de la sostenibilidad de la deuda.
7. **El nuevo manual en el contexto de la estanflación 2.0:** La Gran Moderación

### 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

ha terminado. Las perturbaciones periódicas de la oferta provocarán fluctuaciones adicionales de la inflación.

8. **El fin de la cartera 60/40:** Una correlación positiva entre la renta variable y la renta fija, como en el caso de tasas de inflación estructuralmente más altas, significa que la renta fija no ofrece protección cuando el crecimiento se ralentiza.
9. **El nuevo manual de los banqueros centrales: El santo grial del objetivo de inflación del 2% ya no es sacrosanto.** Incluso antes de volver a alcanzarlo de forma sostenible, los bancos centrales occidentales hablan abiertamente de un cambio de rumbo hacia una política monetaria menos restrictiva.
10. **Las inversiones no inflacionistas** como el oro, la plata, las materias primas y el Bitcoin desempeñan un papel cada vez más importante para los inversores.

Y al igual que los nuevos estilos de juego en el deporte se perfeccionan y adaptan con el tiempo, lo mismo ocurre con el libro de jugadas del oro. **Los informes In Gold We Trust le mantendrán al día de los perfeccionamientos y ajustes año tras año.**

El nuevo manual del oro sugiere que es probable una tendencia positiva para el oro. Sin embargo, por supuesto también hay si-

tuaciones en las que el precio del oro sufrirá retrocesos. **Es probable que los siguientes acontecimientos tengan un impacto negativo a corto y medio plazo:**

- El precio del oro ha subido casi 600 USD desde sus mínimos de octubre de 2023, por lo que la recogida de beneficios no debería sorprender.
- Un „aterizaje suave“ real podría ejercer presión sobre el precio del oro, ya que los inversores desplazan el dinero de inversiones seguras a otras más arriesgadas.
- Continuación del ciclo de subidas de tipos de interés en Estados Unidos, con un aumento sostenido del crecimiento económico real.
- Una vuelta a una fase de baja inflación similar a la Gran Moderación.
- Los elevados precios del oro están empezando a afectar a la demanda física, sobre todo en mercados sensibles a los precios como la India. Además, la oferta de reciclaje ya ha reaccionado, por ejemplo en Estados Unidos.
- En China, una relajación de las preocupaciones por el crecimiento, presumiblemente acompañada de un apoyo político mucho más firme al sector inmobiliario, podría reducir la demanda de oro.
- Un desplome de los mercados bursátiles o un agravamiento significativo de la crisis inmobiliaria (comercial) podrían provocar liquidaciones de oro (véase 2008). El hecho de que el oro sea muy líquido es

una desventaja en estas situaciones excepcionales.

- Los agentes del impulso, como los CTA, los fondos de futuros gestionados y los hedge funds, liquidarán posiciones largas en caso de caídas o indicios de que el rally se tambalea.
- China está devaluando el renminbi frente al dólar estadounidense. Esto fortalece el dólar estadounidense y posiblemente debilita el precio del oro en dólares estadounidenses, pero no necesariamente en muchas otras divisas.
- Un apaciguamiento sostenible o la resolución de conflictos geopolíticos, por ejemplo entre Rusia y Ucrania o entre Israel, por un lado, y Hamás e Irán, por otro, podrían afectar a la cotización del oro.

## ¿Quo vadis, aurum?

### Actualización de las previsiones sobre el precio del oro al final de la década

Los lectores fieles recordarán nuestro modelo de previsión del precio del oro que publicamos en el informe *In Gold We Trust* 2020. En aquel momento, calculamos un objetivo de precio ligeramente inferior a 4.800 USD para finales de 2030, utilizando la tasa de cobertura del oro como factor de entrada clave.

En particular, las duras subidas de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal y la ralentización temporal de la inflación han mantenido a raya la subida del precio del oro en los dos últimos años. La reciente subida del precio del oro es probablemente un presagio del inminente cambio de rumbo de los tipos de interés y posiblemente también de un entorno cada vez más estanflacionista en Estados Unidos. Creemos que la reciente evolución de los precios confirma nuestro objetivo de precios, y seguimos manteniendo el objetivo de unos 4.800 USD para 2030 que postulamos a principios de la década.

**Si este objetivo de precio suena demasiado ambicioso para algunos lectores, nos gustaría poner la rentabilidad derivada de este objetivo en perspectiva histórica.**

Sobre la base de un precio actual del oro de 2.300 USD, esto significaría un aumento del precio de algo menos del 12% anual al final de la década. En comparación, el precio del oro subió más de un 14% anual en la década de 2000 y más de un 27% anual en la de 1970.

## El oro espera su despliegue

**Louis-Vincent Gave sostiene que la deuda pública estadounidense fue la clase de activos estrella durante una generación.** Esa estrella ya ha tenido su día, y las carteras se encuentran en la misma situación que los Chicago Bulls sin Michael Jordan, la selección francesa de fútbol sin Zinedine Zidane, o la selección inglesa de rugby sin Jonny Wilkinson. Había que escribir un nuevo manual, había que encontrar un nuevo *marcador de diferencias* en torno al cual se construyera el resto del equipo. **El oro es ese jugador, y ya ha está calentando en la banda y está esperando a que el entrenador le de paso para entrar al campo de juego.**

Dentro del marco del nuevo manual del oro, creemos que las perspectivas para el oro son más brillantes que nunca. Sin embargo, cualquier movimiento alcista significativo se verá inevitablemente interrumpido por retrocesos o movimientos laterales. Sin embargo, estas fases inevitables no deberían empañar las perspectivas positivas del oro a largo plazo. Para quienes invierten en oro refugio, es decir, lo conservan como valor seguro que mantenga su poder adquisitivo, estos retrocesos son ciertamente molestos. Los que invierten en oro de rendimiento, en cambio, deberían intentar reconocer estos retrocesos a tiempo y ajustar sus decisiones de inversión en consecuencia para beneficiarse de las fluctuaciones a corto plazo.

**Para ello Incrementum ha desarrollado la herramienta *Active Aurum Signal* que nos ayuda a determinar el momento adecuado para entrar o salir de las acciones mineras.**

**Regina Costello señaló una vez con gran astucia que nuestra lengua es un espejo del tiempo,** una ventana a través de la cual vemos el espíritu de nuestra época. El hecho de que en 2022 el *Collins English Dictionary* eligiera como *palabra del año* el término *permacrisis*, definido como “un periodo prolongado de inestabilidad e inseguridad, especialmente el resultante de una serie de acontecimientos catastróficos”, lo dice todo. Sin embargo, este reflejo lingüístico de la omnipresencia de las crisis también esconde una oportunidad.

Al igual que un jugador de ajedrez en apuros que busca la jugada salvadora en una posición aparentemente desesperada, debemos aprender a ver oportunidades y también amenazas en las crecientes incertidumbres. Sólo entonces podremos actuar e intervenir en el curso de los acontecimientos, a veces de forma más activa, a veces de forma más pasiva, en función del entorno de inversión respectivo. **Como la reina en el tablero de ajedrez, el oro está listo para ser utilizado tanto defensiva como ofensivamente en la cartera con cautela y previsión.**

En nuestro enfrentamiento con la actual “permacrisis”, la mejor actitud interior no es la resistencia rígida, sino la adaptación activa a las circunstancias actuales y la búsqueda valiente de soluciones creativas, inspiradas en la sabiduría intemporal del juego del ajedrez de pensar varias jugadas por delante y, tras una cuidadosa consideración, aplicar consecuentemente la decisión tomada. Por eso ahora es más vital que nunca que:

## CONFIAR EN EL ORO

## Sobre nosotros



### Ronald-Peter Stöferle, CMT

*Ronnie es socio director y gestor de fondos de Incrementum AG.*

Anteriormente, formó parte del equipo de investigación de Erste Group en Viena durante siete años. Ya en 2007, empezó a publicar su informe anual In Gold We Trust, que ha adquirido renombre internacional a lo largo de los años. Stöferle es profesor en el Scholarium de Viena y ponente en la Academia de la Bolsa de Viena.

Junto con Rahim Taghizadegan y Mark Valek, publicó el bestseller *Escuela austriaca para inversores*. En 2019, es coautor de *La trampa del interés cero*. Es miembro del consejo de *Tudor Gold* y *Goldstorm Metals* y asesor de *VON GREYERZ AG* desde 2020.



### Mark J. Valek, CAIA

*Mark es socio y gestor de fondos de Incrementum AG.*

Anteriormente, trabajó en Raiffeisen Capital Management durante más de diez años, la última vez como gestor de fondos en el departamento de Estrategias Multiactivos. En este puesto, fue responsable de estrategias de cobertura de la inflación e inversiones alternativas y gestionó carteras con un volumen de varios cientos de millones de euros.

Valek es profesor en el *Scholarium* de Viena y ponente en la *Academia de la Bolsa* de Viena. Junto con Rahim Taghizadegan y Ronald-Peter Stöferle, publicó el libro *Escuela Austriaca para Inversores*. Ha ejercido como empresario en varias ocasiones y fue cofundador de *Philoro Edelmetalle GmbH*.



### Incrementum AG

**Incrementum AG es una sociedad de inversión y gestión de activos gestionada por sus propietarios y autorizada por la FMA, con sede en el Principado de Liechtenstein.** 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 también las contemplamos siempre en el contexto del actual sistema monetario mundial. Los derechos de publicación del informe *In Gold We Trust* se transfirieron a Sound Money Capital AG en noviembre de 2023. El informe *In Gold We Trust* seguirá siendo coeditado con la marca Incrementum como de costumbre.

[www.incrementum.li](https://www.incrementum.li)

#### **Nos gustaría agradecer sinceramente a los siguientes colaboradores por su apoyo activo en la elaboración del informe *In Gold We Trust* 2024:**

Gregor Hochreiter, Richard Knirsch, Jeannine Grassinger, Lois Hasenauer-Ebner, Stefan Thume, Theresa Kammel, Handre van Heerden, Katrin Hatzl-Dürnberger, Ted Butler, Ahmed Ayoub, Andreas Merkle, Thomas Vesely, Fabian Grummès, Niko Jilch, Florian Grummès, Elizabeth and Charley Sweet, Max Urbitsch, Trey Reik, Tavi Costa, Louis-Vincent Gave, Brent Johnson, Grant Williams, Markus Hofstädter, Seasonax, OPEC Library, Kailash Research, Jochen Staiger, Philip Gales, Ilse Bauer, Paul Wong, Fabian Wintersberger, Leopold Quell, Match-Maker Ventures, Harald Steinbichler, Richard Schodde, David Schrottenbaum, a todo el maravilloso equipo de Incrementum y, por supuesto, ¡a nuestras familias!



## El equipo *In Gold We Trust*



**Gregor Hochreiter**  
*Jefe de redacción*



**Richard Knirschig**  
*Análisis cuantitativo  
y Gráficos*



**Lois Hasenauer-Ebner**  
*Análisis cuantitativo  
y Gráficos*



**Jeannine Grassinger**  
*Asistencia*



**Stefan Thume**  
*Diseño web & Media*



**Peter Árendáš**  
*Colaborador*



**Ted Butler**  
*Colaborador*



**Roberto Erickson Rios**  
*Colaborador*



**Fabian Grummes**  
*Colaborador*



**Florian Grummes**  
*Colaborador*



**Katrin Hatzl-Dürnberger**  
*Revisión de alemán*



**Handre van Heerden**  
*Colaborador*



**Philip Hurtado**  
*Colaborador*



**Nikolaus Jilch**  
*Colaborador*



**Theresa Kammel**  
*Colaborador*



**Ronan Manly**  
*Colaborador*



**Alex Petrou**  
*Colaborador*



**Paul Mylchreest**  
*Colaborador*



**Charley Sweet**  
*Revisión*

## Premium-Partner



### Agnico Eagle

Agnico Eagle es una de las principales empresas mineras auríferas canadienses y la tercera productora de oro del mundo, con minas en explotación en Canadá, Australia, Finlandia y México, y una cartera de proyectos de alta calidad en fase de exploración y desarrollo en los países arriba mencionados y en los Estados Unidos.

[www.agnicoeagle.com](http://www.agnicoeagle.com)



### Endeavour Mining

Endeavour, uno de los principales productores mundiales de oro y el mayor de África Occidental, está comprometida con los principios de la minería responsable y la aportación de valor sostenible a todas las partes interesadas. Endeavour cotiza en la LSE y la TSE con el símbolo EDV.

[www.endeavourmining.com](http://www.endeavourmining.com)



### Asante Gold

Asante Gold ha desarrollado su perfil de producción de más de 400.000 onzas anuales mediante un crecimiento orgánico y adquisiciones selectivas. Creemos en el desarrollo responsable y nos esforzamos por ser el principal productor de oro y empleador de Ghana.

[www.asantegold.com](http://www.asantegold.com)



### Endeavour Silver

Endeavour Silver explota 2 minas subterráneas de plata de alta ley en México. Avanza en el proyecto Terroñera y explora para convertirse en el principal productor de plata. Las acciones ofrecen una beta al precio de la plata líder en el sector, con más del 60% de ingresos procedentes de la plata.

[www.edrsilver.com](http://www.edrsilver.com)



### Caledonia Mining

Caledonia Mining es un productor y explorador de oro que paga dividendos, con un sólido perfil de crecimiento; desde noviembre de 2021 ha adquirido Maligreen, Motapa y Bilboes. Su visión es convertirse en un productor de oro centrado en Zimbabue con múltiples activos.

[www.caledoniamining.com](http://www.caledoniamining.com)



### First Majestic

First Majestic es un productor de plata y oro que posee y explota tres minas en producción en México, un proyecto de oro en EE.UU. y tiene varios activos en fase de desarrollo y en fase de exploración. También estamos poniendo en marcha nuestra propia planta de acuñación, First Mint, en EE.UU.

[www.firstmajestic.com](http://www.firstmajestic.com)



### DMCC

La DMCC ha desempeñado un papel clave en llevar a Dubai a ser un operador dentro del mercado de oro de primer orden, conocida ahora como „la ciudad del oro“, acaparando un 25% del comercio mundial, en su mayor parte a través de su zona franca. La infraestructura de DMCC incluye una cámara acorazada para metales preciosos, instalaciones para joyería y monedas de oro. También impulsa el comercio de oro a través de plataformas como DGCX y DMCC Tradeflow.

[www.dmcc.ae](http://www.dmcc.ae)



### flexgold – una marca de SOLIT

Flexgold es la forma inteligente de invertir en metales preciosos físicos, más flexible y sencilla que nunca. Con flexgold, SOLIT marca nuevas pautas en confianza, seguridad y transparencia.

[www.flexgold.com](http://www.flexgold.com)



### ELEMENTUM – ¡Más con seguridad!

Desde hace casi dos décadas, Elementum es su socio competente para soluciones estratégicas en oro y plata físicos para particulares, familias, empresarios y empleados.

[www.elementum-international.ch](http://www.elementum-international.ch)



### Hecla Mining Company

Fundada en 1891, Hecla Mining Company (NYSE: HL) es el mayor productor de plata de Estados Unidos. Además de explotar minas en Alaska, Idaho y Quebec (Canadá), la empresa está desarrollando una mina en el Yukón (Canadá) y es propietaria de varios proyectos de exploración y predesarrollo en distritos mineros de plata y oro de categoría mundial de toda Norteamérica.

[www.hecla.com](http://www.hecla.com)



### EMX Royalty

EMX cuenta con un historial de más de 20 años de operaciones inteligentes. EMX, que experimentó un año récord en 2023 con 37 millones de USD en flujo de caja, espera un futuro brillante con la diversificación en oro, cobre, metales de batería, socios fuertes como Franco Nevada y regalías pagadas durante varias décadas.

[www.emxroyalty.com](http://www.emxroyalty.com)



### Karora Resources

Karora es un productor de oro que cotiza en TSX (TSX: KRR) con operaciones en la jurisdicción de nivel 1 de Australia Occidental. Karora cuenta con un equipo directivo de probada eficacia y está aumentando su producción hasta 170-185 koz en 2024.

[www.karoraresources.com](http://www.karoraresources.com)

## Premium-Partner

### KINROSS

#### Kinross Gold

Kinross Gold es una empresa minera de oro de alto nivel con sede en Toronto, que cuenta con una diversa cartera de minas y proyectos ubicados en Estados Unidos, Canadá, Brasil, Chile y Mauritania.

[www.kinross.com](http://www.kinross.com)



#### McEwen Mining

McEwen Mining, productor de oro y plata, posee el 48% del proyecto de cobre Los Azules. Dirigidos por su Presidente, Rob McEwen (220 millones de USD de inversión, 1 USD de salario anual), nos centramos en impulsar la productividad y dar valor al accionista.

[www.mcewenmining.com](http://www.mcewenmining.com)



#### Minera Alamos

Minera Alamos es un nuevo productor de oro que está poniendo a punto su mina de Santana y acelerando la obtención de permisos para su segunda mina emblemática: Cerro de Oro. El modelo de Minera, que se especializa en proyectos de baja inversión, se mantiene aislado de las presiones inflacionistas.

[www.mineraalamos.com](http://www.mineraalamos.com)



#### Münze Österreich AG

Münze Österreich AG, conocida internacionalmente por su procesamiento de metales preciosos, produce las monedas en circulación de Austria, los lingotes de oro, platino y plata de la Filarmónica de Viena y barras de oro.

[www.muenzeoesterreich.at](http://www.muenzeoesterreich.at)



#### philoro EDELMETALLE

philoro es uno de los líderes del mercado europeo en el ámbito del comercio de metales preciosos. Y su socio de confianza en cuestiones de inversión en oro, plata, platino y paladio.

[www.philoro.at](http://www.philoro.at)



#### Regency Silver

Regency Silver está desarrollando un gran sistema de oro-cobre-plata de alta ley en su proyecto Dios Padre en Sonora, México. El mandato social de Regency Silver se basa en el respeto al medio ambiente y a las comunidades en las que opera.

[www.regency-silver.com](http://www.regency-silver.com)

### Sprott

#### Sprott

Sprott es líder mundial en inversiones en metales preciosos y materiales críticos, con experiencia en la industria minera. Ofrecemos inversiones en oro, plata, platino y paladio, y gestionamos el mayor fondo fiduciario de uranio físico del mundo.

[www.sprott.com](http://www.sprott.com)



#### Tudor Gold

TUDOR GOLD Corp. es una empresa de exploración de la región del Triángulo de Oro de Columbia Británica, Canadá, que está avanzando en el proyecto Treaty Creek, que alberga recursos minerales de 27,9 Moz AuEQ @ 1,19 g/t AuEQ, incluidos 6,0 Moz AuEQ @ 1,25 g/t AuEQ de inferidos.

[www.tudor-gold.com](http://www.tudor-gold.com)



#### Victoria Gold

Victoria Gold (VGCX) está construyendo una empresa minera centrada en el Yukón. Su propiedad Dublin Gulch, en el centro de Yukón, incluye la mina de oro Eagle, una mina de larga duración con grandes posibilidades de prolongar la vida útil de la mina en profundidad y a lo largo del rumbo. El potencial de exploración es excelente.

[www.vgcx.com](http://www.vgcx.com)



#### VON GREYERZ

VON GREYERZ es el líder mundial y del sector en la adquisición y almacenamiento de metales preciosos, proporcionando a los inversores de más de 90 países acceso personal directo a la mayor y más segura cámara acorazada privada de oro del mundo, situada en los Alpes suizos.

[www.vongreyerz.gold](http://www.vongreyerz.gold)



#### West Red Lake Gold Mines

West Red Lake Gold Mines Ltd. es una empresa de exploración minera centrada en el avance y desarrollo de su emblemática mina de oro Madsen y la propiedad Rowan en el prolífico distrito aurífero de Red Lake, Ontario, Canadá.

[www.westredlakegold.com](http://www.westredlakegold.com)



#### Ximen Mining

Ximen Mining (TSX.V XIM) se centra en el desarrollo responsable, la minería sostenible y la exploración de sus propiedades de metales preciosos en el sur de Columbia Británica, Canadá, a medida que avanza en su mina de oro de Kenville.

[www.ximenminingcorp.com](http://www.ximenminingcorp.com)

Since 2013

# Your Wealth in Safe Hands

Wealth Management. Fund Management. Incrementum.



incrementum

[www.incrementum.li](http://www.incrementum.li)





**Contacto:** Incrementum AG, Im Alten Riet 102, 9494 Schaan/Liechtenstein  
incrementum.li | [ingoldwetrust.report](https://ingoldwetrust.report) | [ingoldwetrust@incrementum.li](mailto:ingoldwetrust@incrementum.li)

**Descargo de responsabilidad:** Esta publicación tiene únicamente fines informativos y no constituye un asesoramiento de inversión, un análisis de inversión ni una propuesta de compra o venta de instrumentos financieros. En particular, este documento no pretende sustituir el asesoramiento individual en materia de inversión o de otro tipo. La información contenida en esta publicación se basa en el estado de los conocimientos en el momento de su elaboración y puede modificarse en cualquier momento sin previo aviso. Los derechos de publicación del Informe *In Gold We Trust* se transfirieron a Sound Money Capital AG en noviembre de 2023. El informe seguirá llevando la marca Incrementum de la forma habitual. Los autores han puesto el mayor cuidado posible en la selección de las fuentes de información utilizadas y (al igual que Sound Money Capital AG e Incrementum AG) no aceptan ninguna responsabilidad por la exactitud, integridad o actualidad de la información o de las fuentes de información proporcionadas ni por cualquier responsabilidad resultante o daños de cualquier tipo (incluidos los daños consecuentes o indirectos, la pérdida de beneficios o la realización de las provisiones realizadas). Todas las publicaciones de Sound Money Capital AG e Incrementum AG son, en principio, comunicaciones de marketing u otro tipo de información y no recomendaciones de inversión en el sentido del Reglamento sobre abuso de mercado. Ninguna de las dos empresas publica recomendaciones de inversión. Sound Money Capital AG es plena y exclusivamente responsable del contenido de este Informe *In Gold We Trust*.