In Gold We Trust Report

In Gold We Trust Report®

15 de mayo 2025

The Big Long

incrementum

Ronald-Peter Stöferle
& Mark J. Valek

In Gold We Trust Report

Nos gustaría expresar nuestro profundo agradecimiento a nuestros Socios Premium por patrocinar el Informe *In Gold We Trust* 2025

Los detalles sobre nuestros Socios Premium se encuentran en la página 55 y siguientes.

AGNICO EAGLE
asante GOLD CORPORATION
BARRICK
Caledonia Mining Corporation Plc
CERRO DE PASCO RESOURCES
DOLLY VARDEN SILVER CORP
Elementum INTERNATIONAL AG
EMX ROYALTY CORP
ENDEAVOUR MINING
Endeavour SILVER
FIRST MAJESTIC SILVER CORP.
FIRST MINING GOLD
In Gold We Trust Report
flexgold
Fortuna Mining
HARMONY
Hecla MINING COMPANY
McEWEN MINING NYSE MUX TSX MUX
McEWEN COPPER
MINERA ALAMOS INC.
MÜNZE ÖSTERREICH
Newmont
NORTHPEAK
PAN AMERICAN SILVER
ROYALGOLD, INC
Silver Bullion
Sprott
TUDOR GOLD
U.S. GOLD CORP
VON GREYERZ

Contenido

Introducción: La Gran Apuesta a Largo **5**
Se está formando un nuevo mercado alcista de larga duración. La *década dorada* que anunciamos en nuestro informe *In Gold We Trust* de 2020 ya está en marcha. *La Gran Apuesta a Largo* es un nuevo aviso para aquellos que no tienen una partida importante de su cartera asignada al oro.

Quo vadis, aurum? **29**
Nuestros análisis indican que el mercado del oro aún tiene un notable potencial alcista. Para finales de la década, nuestro escenario base prevé un precio del oro de 4.800 dólares, e incluso de 8.900 dólares en caso de una fuerte inflación.

Sobre nosotros **52**

Nuestros socios premium **55**

Esta es la versión resumida del informe *In Gold We Trust* 2025. El informe completo consta de los siguientes 24 capítulos y se puede descargar gratuitamente en inglés o alemán en ingoldwetrust.report.

Descargo de responsabilidad: This Esta publicación tiene fines meramente informativos y no constituye asesoramiento ni análisis de inversión, ni una invitación a comprar o vender instrumentos financieros. En particular, este documento no pretende sustituir el asesoramiento individual sobre inversiones ni de otro tipo. La información contenida en esta publicación se basa en el estado actual del conocimiento 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. Además, el informe continúa co-titulado con la marca Incrementum, como hasta ahora.Los autores han seleccionado con sumo cuidado las fuentes de información utilizadas y (al igual que Sound Money Capital AG e Incrementum AG) no se responsabilizan de la exactitud, integridad o actualidad de la información o las fuentes proporcionadas, ni de ninguna responsabilidad o daño resultante de cualquier tipo (incluidos daños consecuentes o indirectos, lucro cesante o la materialización de las previsiones realizadas). Todas las publicaciones de Sound Money Capital AG e Incrementum AG constituyen, en principio, comunicaciones de marketing u otra información, y no recomendaciones de inversión en el sentido del Reglamento sobre Abuso de Mercado. Ninguna de las empresas publica recomendaciones de inversión. Sound Money Capital AG es total y exclusivamente responsable del contenido de este informe *In Gold We Trust.*

Copyright: 2025 Sound Money Capital AG. All rights reserved..

El equipo *In Gold We Trust*

Gregor Hochreiter
Jefe de redacción

Richard Knirschnig
Análisis cuantitativo y Gráficos

Lois Hasenauer-Ebner
Análisis cuantitativo y Gráficos

Jeannine Grassinger
Assistencia

Stefan Thume
Diseño web & Media

Peter Árendáš
Colaborador

Rudi Bednarek
Colaborador

Ted Butler
Colaborador

David Gomes Luis
Colaborador

Florian Grummes
Colaborador

Katrin Hatzl-Dürnberger
Revisión

Handre van Heerden
Colaborador

Philip Hurtado
Revisión

Nikolaus Jilch
Colaborador

Theresa Kammel
Colaborador

Ronan Manly
Colaborador

Trey Reik
Colaborador

Charley Sweet
Revisión

Nic Tartaglia
Colaborador

Marc Waldhausen
Colaborador

David Waugh
Colaborador

Se puede comprar una versión impresa del informe In Gold We Trust 2025 a través de Amazon aquí.

Introducción: *La Gran Apuesta a Largo*

"No hay fiebre como la del oro".

Richard Russell

- **Estamos presenciando la formación de un nuevo mercado alcista de larga duración. La *década dorada* que anunciamos en nuestro informe *In Gold We Trust* 2020 está en pleno apogeo. En el informe de este año "*The Big Long" (La Gran Apuesta a Largo)* cuestionamos las generalmente bajas aportaciones que los inversores asignan al oro, y proponemos aumentar la ponderación del oro *como valor refugio así como del oro como valor de rendimiento*.**
- **La controvertida política aduanera y comercial de EE.UU. es solo un aspecto de los cambios globales que se están produciendo. Con el *Día de la Liberación*, Donald Trump ha desencadenado un terremoto sistémico que podría dar lugar a una reorganización de la arquitectura comercial y monetaria internacional.**
- **El dilema de Triffin vuelve a ocupar el centro del debate monetario: Una solución sostenible sólo puede encontrarse a través de un activo de reserva neutral como el oro o Bitcoin.**
- **Las caídas son parte integrante de los mercados alcistas de larga duración. Una diversificación sensata y un enfoque de inversión activo son especialmente ventajosos para *el oro de rendimiento*. Es aconsejable invertir en acciones durante las correcciones. Compre en las caídas.**
- **Las conclusiones del anterior informe , *In Gold We Trust* 2024, titulado "New Gold Playbook" (las nuevas reglas de juego) siguen estando vigentes. El efecto de Asia en el precio cobra cada vez mayor importancia. Los inversores financieros occidentales están empezando -por fin – a redescubrir su afinidad por el oro.**
- **La relajación del freno de la deuda y la asunción de *deudas especiales* denominadas eufemísticamente *activos especiales* anuncian el fin de la virtud fiscal Alemana. Aún así, el niño grande y problemático de la zona euro sigue siendo Francia.**

He aquí un hecho extraño pero cierto: cuanto más cerca está uno del mercado, más difícil es percibir su locura.
Michael Lewis

"La verdad es como la poesía, y a la mayoría de la gente no le gusta la poesía". Así hacía referencia un camarero de la película "The Big Short" (en español "La Gran Apuesta") al conocido proverbio árabe "dale un caballo rápido a quién dice la verdad". Hasta hace poco, el oro corría una suerte similar, especialmente en la industria financiera occidental. Durante muchos años, la idea de que el oro fuese un valor *refugio* se consideraba anticuado. Y como activo *rentable*, se consideraba una quimera.

En Estados Unidos hay más gente que cree que Elvis sigue vivo que en el oro.
Gerald McMillan

En esencia, *The Big Short* –originalmente un libro de Michael Lewis – trataba de detectar y monetizar las asignaciones económicas erróneas. *The Big Short* ilustra cómo una combinación de tipos de interés bajos, calificaciones crediticias laxas y apalancamiento excesivo creó una euforia peligrosa amplificada por innovaciones financieras aparentemente infalibles y calificaciones embellecidas de las agencias de calificación crediticia. Algunos vieron lo que todos podrían haber visto, pero pocos se atrevieron a ir en contra del mercado y hacer una *Gran Apuesta a Corto*.

La gente quiere una autoridad que le diga cómo valorar las cosas, pero elige esta autoridad no basándose en hechos o resultados. La eligen porque les parece autoritaria y cercana.
Michael Burry

En un sentido más profundo, *The Big Short* trata sobre opuestos filosóficos: rebeldes contra la corriente dominante, el pueblo contra Wall Street, los críticos del sistema contra los creyentes. Tanto ayer, cuando algunos rebeldes adoptaron las mismas posturas que Michael Burry y Steve Eisman, como hoy -en la que los mercados de capitales han alcanzado un punto crítico-, **muchos inversores se están haciendo las siguientes preguntas:**

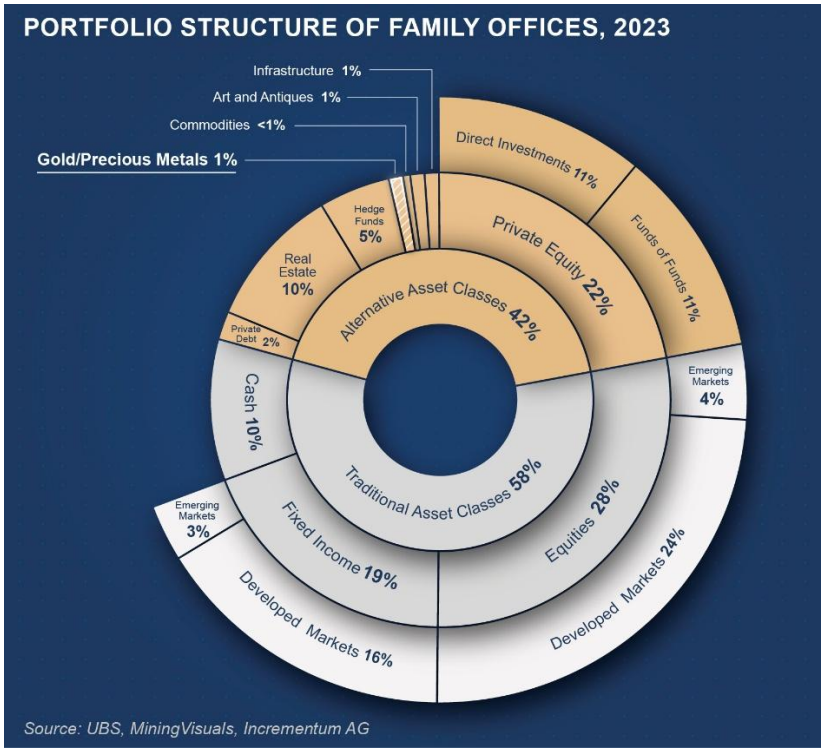
- ¿Sigue siendo la deuda pública, incluso la estadounidense y la alemana, un valor refugio?
- ¿Ha llegado a su fin la era del dominio estadounidense? ¿Está el dólar en los albores de un mercado bajista? ¿Fueron las valoraciones provisionales del MAG 7 irremediablemente exageradas?
- ¿Está el oro ahora demasiado caro?

La respuesta típica que oímos a la última pregunta es que es demasiado tarde para entrar en el oro. Que el precio del oro ya es demasiado alto, por lo que el potencial de subida es, en el mejor de los casos, limitado.

La Década del Oro: El comienzo de la 2ª mitad

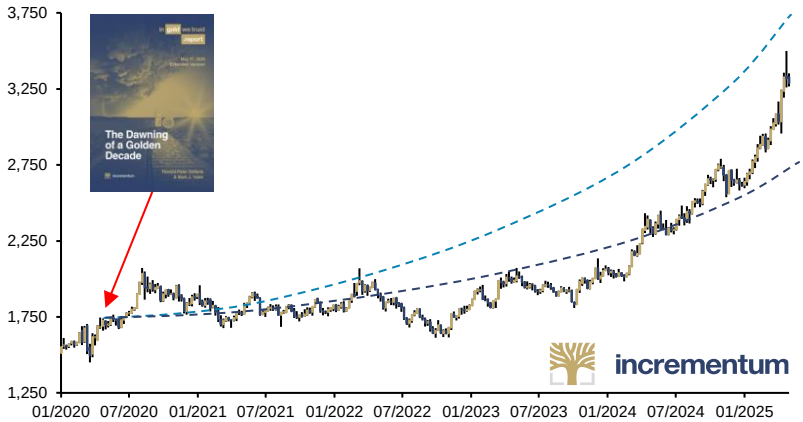
Sin embargo, estamos convencidos de que esta apreciación generalizada es incorrecta. Ser estratégicamente inteligente significa actuar de forma poco convencional, especialmente en la inversión. Nuestra tesis central es que el mercado alcista del oro de los últimos trimestres manifiesta un movimiento alcista a largo plazo que pronosticamos en el informe *In Gold We Trust* 2020, "The Dawning of a Golden Decade" (El amanecer de una década dorada). Por aquel entonces, fuimos recibidos con escepticismo y a veces incluso malicia por parte de la corriente dominante, al igual que los protagonistas de *The Big Short* a mediados de la década de 2000. Pero las cifras hablan por sí solas. **Desde que proclamamos la década dorada, el precio del oro en dólares estadounidenses se ha disparado un 92% y el dólar se ha depreciado casi un 50% frente al oro.**

A pesar del creciente interés por el oro como activo estratégico, las asignaciones institucionales siguen siendo sorprendentemente bajas. Como se muestra en el gráfico siguiente, las family offices asignan solo el 1% de sus carteras al oro y los metales preciosos, lo que lo sitúa al mismo nivel que el arte y las antigüedades, así como las infraestructuras, y muy por debajo de las asignaciones a capital riesgo, inmobiliario o incluso efectivo.



Basándonos en nuestro *Modelo Incrementum para la Simulación del Precio del Oro,*[1] introducido en el informe *In Gold We Trust* 2020, presentamos las siguientes proyecciones del precio del oro – un escenario base y un escenario inflacionista – en 2020. Desde principios de año, el fuerte mercado alcista ha elevado el precio del oro hasta tal punto que claramente se acopla más al escenario inflacionista que al base.

Oro, en USD, 01/2020–04/2025



Fuente: LSEG, Incrementum AG

[1] *Véase* "Quo vadis, aurum?", informe *In Gold We* Trust 2020; ofrecemos una actualización exhaustiva del *Modelo de Incremento del Precio del Oro* en el capítulo "1970s, 2000s, 2020s: Un déjà-vu en dos actos – Segundo acto" de este informe *In Gold We* Trust.

Evidentemente, en mayo de 2020 – cuando se levantaban los primeros confinamientos del Covid-19 – era imposible predecir lo turbulentos que serían los primeros cinco años de esta década. Sin embargo, nuestros análisis de los cambios en el pensamiento y las acciones de los actores políticos y económicos, tanto antes de 2020 como en los años posteriores,[2] mostraron claramente que el rumbo del oro ya estaba claramente marcado.

No hay razón para desviarse de esta convicción a mitad de la década. El oro es el Ronald Koeman de la asignación de activos: defensivamente fiable, estratégicamente astuto y, al mismo tiempo, dotado de potencial ofensivo. Koeman, el defensa que más goles ha marcado en la historia del fútbol, ejemplifica esta doble función. **El oro también cumple ambas funciones: actúa como cobertura defensiva y abre oportunidades ofensivas.**

El mercado no es una bola de cristal, sino un barómetro.
Charles Dow

Estamos siendo testigos cómo poco a poco el público en general está tomando posiciones en este mercado alcista de larga duración. La llamada *fase de participación pública* – también conocida como *fase de gran movimiento* – es la segunda de las tres fases de un mercado alcista según la Teoría de Dow. Esta fase, la más larga y dinámica del mercado alcista, se caracteriza por una cobertura mediática cada vez más optimista. Al mismo tiempo, aumentan el interés especulativo y los volúmenes de negociación, se lanzan nuevos productos financieros y los analistas ajustan al alza sus objetivos de precios. **En nuestra opinión, actualmente nos encontramos en medio de esta fase, que acabará desembocando en la fase final de euforia y exceso.**

[2] Los 18 números anteriores del informe *In Gold We Trust* están disponibles en nuestro archivo.

El auge del precio del oro es impresionante. El oro alcanzó 43 nuevos máximos históricos en dólares estadounidenses el año pasado, la segunda cifra más alta después de 1979, con 57, seguido de cerca por 1972 y 2011, con 38 cada uno. Desde principios de año, el oro ha registrado 22 nuevos máximos históricos hasta el 30 de abril.

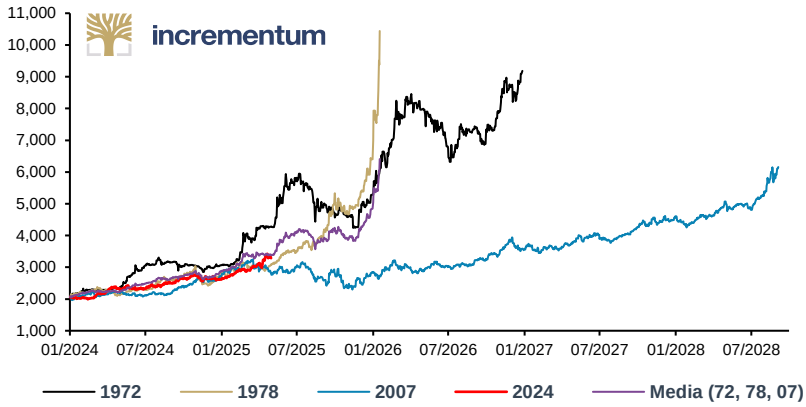
Oro, en USD, y nuevos cierres de ATH, 01/1970–04/2025

Fuente: 3Fourteen Research, Consejo Mundial del Oro, LSEG, Incrementum AG

En caso de duda, dale a todo gas.
Colin McRae

Aunque no lo parezca a primera vista, dados los varios máximos históricos y la rápida superación de la barrera de los 3.000 dólares, el actual repunte del oro ha sido comparativamente moderado en términos históricos.

Rupturas históricas del oro (precio inicial = 01/01/2024), en USD, 01/2024–09/2028



Fuente: TheDailyGold, LSEG, Incrementum AG

En los últimos meses, el oro se ha convertido cada vez más en el centro de atención del público, ya que ha alcanzado numerosos nuevos máximos históricos en términos absolutos y ha entrado así en *tierra de nadie*. Sin embargo, en nuestra opinión, hay otro aspecto que merece aún más atención: **Cualquiera que mire "bajo el capó" del mercado reconocerá que el oro también está registrando rupturas técnicas en términos relativos.** En concreto, la fortaleza relativa que se perfila ahora frente a la renta variable apunta al inicio de una nueva fase tendencial.

Oro frente a efectivo (US 3M TR), bonos (US 10Y TR) y acciones (S&P 500 TR) (log), 100 = 31/12/1970, 01/1971–04/2025

Fuente: Topdown Charts, LSEG, Robert J. Shiller, Incrementum AG

Cuando el oro se va, se va de verdad.
Jim Sinclair

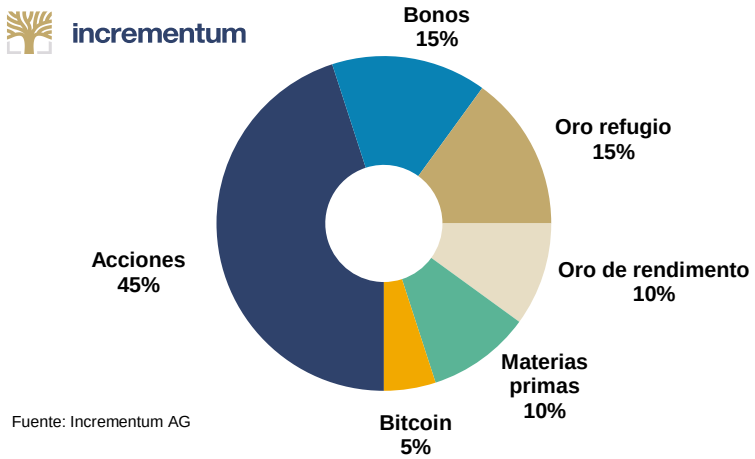
En este contexto, *La Gran Apuesta a Largo* significa sobre todo una cosa: mantenerse largo sigue siendo la opción estratégicamente más sensata para los actuales inversores en oro. Pero también un consejo de entrada para los recién llegados. Saber cuál es el peso ideal del oro en una la cartera es discutible. Sin embargo, es interesante notar que la corriente principal de inversión sólo recomienda asignar una pequeña parte del patrimonio en oro, en términos porcentuales, la recomendación suele ser de un solo dígito, si es que la hace. Esta reticencia se debe al hecho de que el oro, como activo no productivo, no paga dividendos. Sin embargo, la historia nos demuestra lo contrario: El oro ha obtenido mejores resultados que los activos generadores de rendimientos, como la renta variable y la renta fija, especialmente durante las fases críticas del mercado. **Sin duda, los inversores deberían tener esto en cuenta en su asignación estratégica de activos.**[3]

¿Tiene suficiente dinero libre de deudas?
Ray Dalio

A la hora de abordar el nivel específico de asignación de oro, conviene diferenciar entre *el oro refugio* y el *oro de rendimiento*. *La Gran Apuesta a Largo* hace hincapié en el potencial del *oro de rendimiento* en los próximos años: En nuestra opinión, la plata, las acciones mineras y también las materias primas se encuentran entre los componentes prometedores de la cartera recomendada *La Gran Apuesta a Largo*; algo a lo que ya aludimos en nuestra anterior entrega "The New Gold Playbook" (Las Nuevas Reglas del Juego), en la que recomendábamos una cartera 60/40.

[3] Nuestras reflexiones sobre la asignación óptima de oro pueden encontrarse en "The Optimal Gold Allocation – How Much Gold Does Your Portfolio Need?", Especial *In Gold We Trust*, agosto de 2024.

La nueva cartera 60/40: Subcategorías

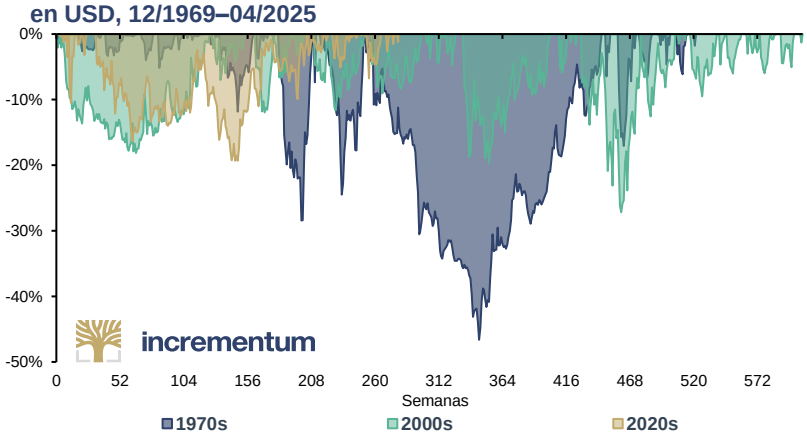


Fuente: Incrementum AG

La volatilidad es el precio que hay que pagar por el rendimiento. Las correcciones no son un fallo del sistema: forman parte de él.
Howard Marks

A pesar de toda nuestra confianza, nos gustaría hacer hincapié en una cosa: **Los mercados alcistas de larga duración nunca están exentos de retrocesos.** En anteriores mercados alcistas se han observado varias veces correcciones del 20, 30 e incluso hasta el 40%. Las turbulencias de los precios tras *el Día de la Liberación*, el 2 de abril, fueron un recordatorio de ello, aunque el oro se recuperó rápidamente y marcó nuevos máximos históricos en dólares unos días después.

Comparación de la caída del oro durante los mercados alcistas, en USD, 12/1969–04/2025



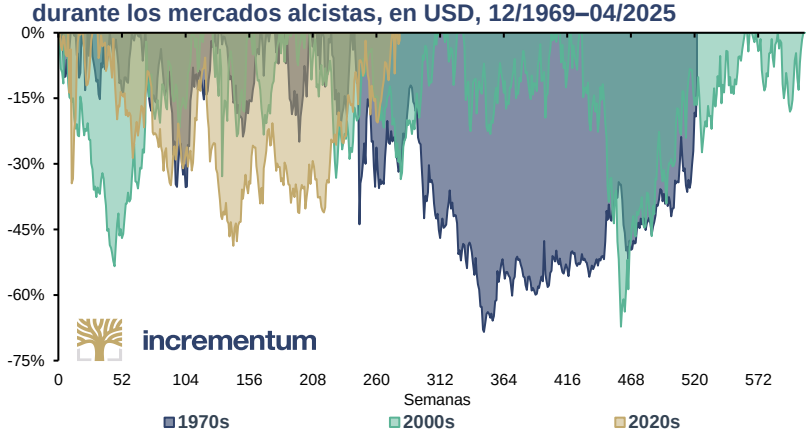
Fuente: LSEG, Incrementum AG

La esencia de la gestión de inversiones es la gestión de riesgos, no la gestión de rendimientos.
Benjamin Graham

En el caso *del oro de rendimiento,* como la plata o las acciones mineras, las correcciones suelen ser aún más pronunciadas, como muestra el siguiente gráfico. Por lo tanto, es esencial una gestión coherente del riesgo. [4]

[4] *Véase* el capítulo "Performance Gold – Is It Time for Mining Stocks?" de informe *In Gold We* Trust 2025, en el que se presenta la *señal de Incrementum Active* Aurum. Esta señal patentada respalda las ponderaciones del *fondo Incrementum Active Gold Fund*.

Comparación de las caídas de las acciones mineras de oro* durante los mercados alcistas, en USD, 12/1969–04/2025



Fuente: LSEG, Nick Laird, Incrementum AG
*BGMI 12/1969–05/1996, HUI 05/1996–

La sacudida de Trump: la nueva dirección económica y política de los EE UU

No cometa el error de pensar que lo que está ocurriendo ahora tiene que ver sobre todo con los aranceles.
Ray Dalio

En pocas semanas, Donald Trump ha creado un mercado bajista de credibilidad y confianza. Con el regreso de Trump a la Casa Blanca, se ha iniciado un profundo cambio de dirección en la economía de los Estados Unidos y, por ende, en la economía mundial, y posiblemente también en el orden (monetario) mundial. Incluso si las consecuencias de las numerosas medidas de Trump, a veces aparentemente caóticas, no son del todo previsibles, contribuyen significativamente a un entorno positivo para el oro y por una *Gran Apuesta a Largo*.

Tengo la sensación de que dentro de unos años la gente hará lo que siempre hace cuando la economía se hunde. Culparán a los inmigrantes y a los pobres.
Steve Eisman

La intención de Trump de reformar a fondo la economía estadounidense tiene un efecto inminente en la economía mundial. La arrolladora victoria electoral, con mayorías en el Senado y la Cámara de Representantes, combinado con un Tribunal Supremo dominado por los republicanos, otorga a Trump un enorme poder político. A pesar de todas las dificultades para interpretar su estrategia, hay tres identificadores claros a los que Trump quiere poner fin:

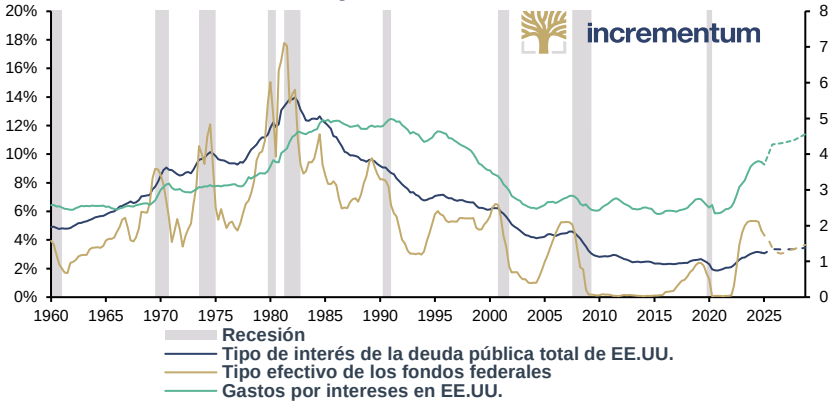
- el constante aumento del sobreendeudamiento público
- los déficits comerciales crónicos y la consiguiente desindustrialización de EE.UU.
- la amenaza que supone la desdolarización para el estatus de moneda de reserva del dólar estadounidense

Déficit, DOGE y desintoxicación: ¿Estados Unidos en la senda de la austeridad?

El autoproclamado *rey de la deuda* ha abdicado, al menos verbalmente. La dinámica de la deuda pública que amenaza la estabilidad, y que hemos destacado regularmente en informes anteriores de *In Gold We Trust*, es ahora *vox populi*, y el centro de atención de la administración Trump. Pocas cosas

ilustran mejor esta situación de endeudamiento que el hecho de que, con más de 1 billón de dólares al año (trillón en lenguaje financiero USA), Estados Unidos tenga que pagar ahora más intereses por su deuda nacional de lo que gasta en su generoso presupuesto de defensa.

Tipo de interés de la deuda pública total de EE.UU. y tipo efectivo de los fondos federales (izda.), y gasto por intereses de EE.UU. (dcha.), en % del PIB de EE.UU., T1/1960–Q4/2028e

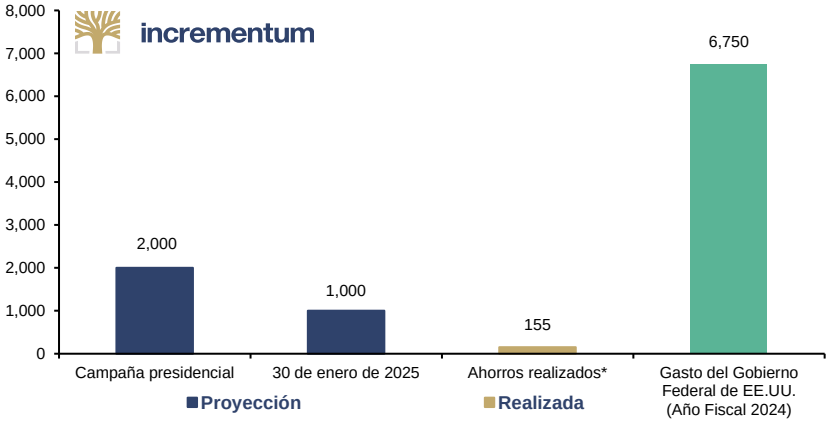


Fuente: CBO, Reserva Federal de St. Louis, LSEG, Incrementum AG

En el momento en que el pago de intereses supera los ingresos fiscales, su país se convierte oficialmente en un esquema Ponzi.
Michael Burry

Un intento para controlar el sobreendeudamiento consiste en identificar las ineficiencias burocráticas. Inicialmente, *DOGE (El Departamento de Eficiencia Gubernamental creado por Elon Musk)* esperaba lograr un ahorro anual de 1 billón de dólares (1 trillón USA), correspondiente a alrededor del 15% del gasto de Washington. Esto reduciría el déficit aproximadamente a la mitad y lo situaría casi por debajo del objetivo del 3% *establecido en el plan 3-3-3*. Recientemente Musk ha dado marcha atrás a sus palabras y ahora menciona un potencial de ahorro de 155.000 millones de USD. Actualmente parece dudoso que las actividades de DOGE vayan a detener a largo plazo la espiral de sobreendeudamiento.

Ahorro proyectado y realizado de la DOGE y gasto del Gobierno Federal de EE.UU., en miles de millones de USD



Fuente: The New York Times, DOGE, Incrementum AG
*Datos a 30/04/2025

Hay indicios de que Trump y su equipo están dispuestos a someter a la economía estadounidense a una *desintoxicación*, aunque signifique tener que entrar en una recesión. Conceptualmente, la idea recuerda las enseñanzas de la Escuela Austriaca, cuyos defensores subrayan que el valor real se crea en el sector privado. Con la reducción del inflado aparato estatal se pretende liberar recursos para fomentar la iniciativa empresarial; algo comparable a un

proceso de ayuno en el que se purga el organismo para hacerlo más resistente y eficiente a largo plazo.

Llevo dos semanas a dieta y lo único que he perdido son dos semanas.
Groucho Marx

Pero, al igual que ocurre con el ayuno, las desintoxicaciones no suelen ser agradables. El dolor, los mareos, la irritación psicológica y el apetito voraz forman parte del proceso, al igual que la tentación de interrumpir el programa antes de tiempo. La pregunta crucial es: ¿continuará el Gobierno con la desintoxicación, o volverá a probar el dulce veneno del gasto financiado con deuda a la primera señal de una recesión económica, graves turbulencias en los mercados o la amenaza de una derrota electoral?

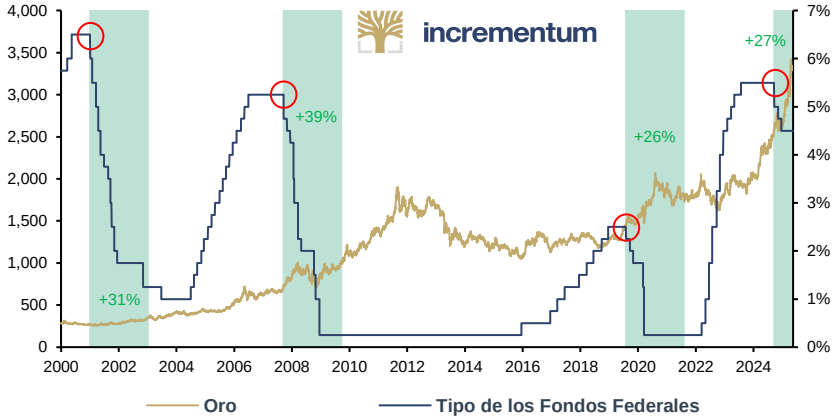
Es difícil para cualquiera meterse en la cabeza de Donald Trump, pero si en algo es coherente es en su incoherencia.
Dave Rosenberg

Según GDPNow, la recesión producida por el proceso de desintoxicación ya se ha iniciado en Estados Unidos. Aunque las elevadas cifras de importación distorsionan las cifras del PIB debido, por un lado, a las fuertes importaciones de oro y, por otro, a las importaciones tempranas en vísperas del *Día de la Liberación*, el indicador ajustado a los efectos especiales ha entrado ya en números rojos. Por muy negativa que sea una recesión, la cotización del oro tiende a recibir el viento de cola cuando se produce una recesión en los Estados Unidos, como hemos demostrado repetidamente en nuestros análisis de los últimos años.[5]

Si tuviéramos un presidente de la Fed que entendiera lo que está haciendo, los tipos de interés estarían bajando... El cese de Powell no puede llegar lo suficientemente rápido.
Donald Trump

De mantenerse esta tendencia, aumentaría considerablemente la presión sobre la Reserva Federal para flexibilizar la política monetaria con mayor urgencia. Por lo tanto, esperamos recortes en los tipos de interés superiores a los que se prevén actualmente. El gráfico siguiente muestra que en los 24 meses siguientes a la primera bajada de los tipos de interés, el precio del oro experimentó en general un fuerte impulso. Los recortes de los tipos de interés en rápida sucesión o las subidas significativas de los tipos de interés de 50 puntos básicos o más, benefician al precio del oro.

Oro, en USD (izda.), y Tipo de los Fondos Federales (dcha.), 01/2000–04/2025



Fuente: LSEG, Incrementum AG

[5] *Véase* el *modelo de fase de recesión incremental* en "The Showdown in Monetary Policy", informe 2023 de *In Gold We Trust* y "Portfolio Characteristics: Gold as Equity Diversifier in Recessions", informe 2019 de *In Gold We Trust.*

El presidente Trump ha dejado claro que ya no tolerará que otras naciones se aprovechen de nuestra sangre, sudor y lágrimas, ya sea en materia de seguridad nacional o de comercio.
Stephen Miran

Para reducir el lastre de la deuda, Estados Unidos desearía utilizar métodos no convencionales, además de los ahorros operativos. Los dos gurus en pensamiento económico, Zoltan Pozsar[6] y Stephen Miran, han formulado posibles guías de actuación. Éste último en su informe "A User's Guide to Restructuring the Global Trading System"(La Guia de Usuario en Cómo Reestructurar el Sistema de Comercio Global) explica cómo persuadir a los aliados de EE.UU. para que suscriban bonos a muy largo plazo con un vencimiento de 50 o incluso 100 años, mientras que la Reserva Federal proporciona líneas swap en dólares para garantizar la liquidez en el sistema eurodólar.[7,8]

Cuando te quedes sin zanahorias, usa el palo.
Grant Williams

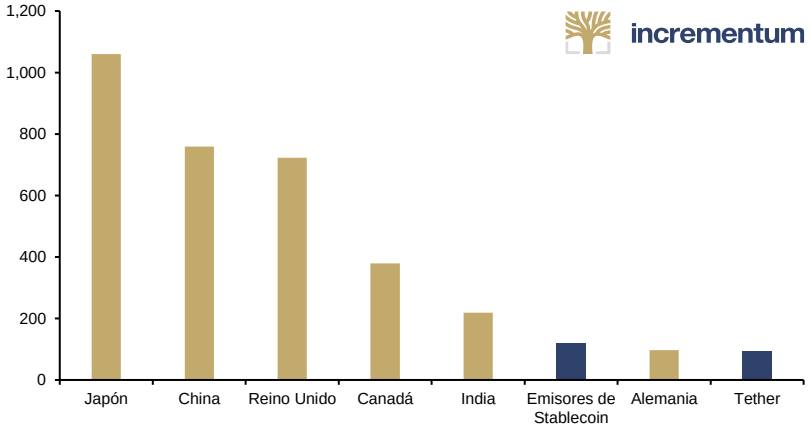
Además, el acceso libre de aranceles al mercado estadounidense y la protección del poder militar de Estados Unidos pasarían a depender de la voluntad de garantizar las necesidades de financiación a largo plazo de Washington. ¿Cuál es el resultado? Una aceleración de la dolarización se combina con la integración de otros países en la esfera de poder geopolítico estadounidense.

La administración Trump también se ha posicionado en contra de la introducción de una moneda digital del banco central (CBDC). *La Orden Ejecutiva 14178* detuvo cualquier iniciativa gubernamental que estableciera una moneda digital de banco central en Estados Unidos. En su lugar, el Gobierno promueve las innovaciones del sector privado en tecnología financiera digital, sobre todo las *stablecoins* (cryptomonedas respaldadas por el dólar).

Las stablecoins podrían representar cientos de miles de millones, si no billones, de demanda natural de deuda pública estadounidense.
Nic Carter

Esta estrategia no sólo tiene una base ideológica, sino que también obedece a una estrategia financiera: Los emisores de stablecoins, como Tether (USDT) y Circle (USDC), se encuentran ahora entre los mayores compradores de bonos del Gobierno estadounidense. En total, los emisores de stablecoins tienen en sus libros más de 120.000 millones de dólares en bonos del Tesoro estadounidense, y la tendencia va en fuerte aumento.

Principales tenedores de valores del Tesoro, 12/2024



Fuente: Departamento del Tesoro de EE.UU., Incrementum AG

[6] *Véase* "Exclusive Interview with Zoltan Pozsar: Adapting to the New World Order", informe 2023 *de In Gold We Trust*.
[7] *Véase* "How Bankers Turned Money into 'Σ 0 ∞ € ¥'", informe *In Gold We Trust* 2021.
[8] *Véase* Stöferle, Ronald (@RonStoeferle): "THREAD: A User's Guide to Restructuring the Global Trading System' is probably the most important paper you've never heard of!...", X, marzo 2025

La política industrial a través de la política comercial: ¿El retorno de EE.UU. como localización industrial?

Mi estilo de negociación es bastante simple y directo. Apunto muy alto y luego sigo presionando y presionando para conseguir lo que quiero. **Donald Trump, El Arte de la Negociación**

Otro componente del reajuste económico es la reforma de las relaciones comerciales. Para el presidente Trump, el elevado déficit estructural por cuenta corriente es una prueba de que EE.UU. está siendo explotado por el resto del mundo. Escenificó el *Día de la Liberación* el 2 de abril, cuando se anunció la nueva política arancelaria estadounidense. Según los primeros cálculos, el arancel medio de EE.UU. es ahora de casi el 30%, significativamente superior a los aranceles sostenidos en el periodo de entreguerras, cercanos al 20%, introducidos por *la Ley arancelaria Smoot-Hawley* de 1930.

La postura de la administración Trump ha evolucionado de una guerra comercial total contra todos, a una guerra comercial concentrada contra China. **Louis-Vincent Gave**

La respuesta mundial a los aranceles de Smoot-Hawley fueron una oleada de aranceles en represalia, que paralizaron el comercio internacional y agravaron la crisis desencadenada por el crack bursátil de 1929. Entre 1929 y 1933, las importaciones estadounidenses se desplomaron un 66% y las exportaciones un 61%, demostrando cómo el proteccionismo puede magnificar el colapso económico. Hoy, los riesgos son aún mayores: Las cadenas de suministro mundiales están exponencialmente más integradas, lo que hace que los aranceles sean mucho más perjudiciales que protectores. La industria manufacturera moderna depende de los flujos transfronterizos de componentes, maquinaria y productos semiacabados, lo que significa que las barreras comerciales socavan la prosperidad de las mismas industrias que pretenden proteger. **En EE.UU., por ejemplo, más de dos tercios de las empresas manufactureras dependen de las importaciones, lo que las expone a aumentos de costes e interrupciones de la cadena de suministro cuando se imponen aranceles.** A diferencia de la década de 1930, la economía interconectada de hoy significa que las medidas proteccionistas no sólo distorsionan el comercio, sino que corren el riesgo de provocar fallos en cascada en las redes de producción de todo el mundo.

Si te sientas junto al río el tiempo suficiente, veras pasar flotando los cadáveres de tus enemigos. **Lao Tzu**

Mientras el conflicto comercial con China se recrudece e intensifica, existe actualmente un "alto el fuego" de 90 días – aparte de un arancel básico del 10% sobre otros países – que se pretende utilizar para las negociaciones. Que se puedan negociar decenas de acuerdos comerciales en 90 días es poco probable, dado que el periodo medio de negociación de los acuerdos comerciales hasta la fecha es de 18 meses.

Vamos a exigir a estos países aparentemente hostiles que se comprometan a no crear una nueva moneda de los BRICS, ni a respaldar ninguna otra moneda que sustituya al poderoso dólar estadounidense, o se enfrentarán a aranceles del 100%. **Donald Trump**

Los datos de la OCDE muestran que Estados Unidos depende unas tres veces más de los insumos chinos que China de los estadounidenses, un dato apropiado si se tiene en cuenta que la base manufacturera de China también es tres veces mayor. **En este contexto, parece que China tiene las mejores cartas en este conflicto.**

Todas estas medidas tendrán un impacto negativo en el crecimiento del PIB estadounidense a corto y medio plazo. El presidente Trump espera que estas iniciativas aceleren la reindustrialización de Estados Unidos. La devaluación del dólar debería contribuir significativamente a ello. Al mismo tiempo, sin embargo, hay que asegurar la posición del dólar estadounidense como indiscutible moneda de reserva, de comercio y de reserva mundial. Trump ha amenazado

repetidamente a los países que quieran sustituir al dólar estadounidense como moneda comercial con aranceles brutales del 100%.

Esta combinación de un dólar estadounidense débil y la conservación del estatus de moneda de reserva suena a la quimera de los "helados calientes", o la quimera de la "cuadratura del círculo". Sin embargo, los presagios económicos en el momento de su segunda victoria en las elecciones presidenciales eran significativamente peores para Donald Trump que cuando ganó las elecciones por primera vez.

Entorno macroeconómico y de mercado de EE.UU. al inicio de Trump I frente a Trump II

Macro	Trump I (noviembre de 2016)	Trump II (noviembre de 2024)
Brecha de producción en EE.UU.	Negativo	Positivo
Saldo primario, % del PIB	-0,9	-3,3
Saldo presupuestario, % del PIB	-2,7	-6,4
PCE básico	1,7	2,7
Posición de inversión internacional neta, % del PIB	-44%	-80%
Mercados		
DXY	97,86	103,42
Oro, en USD	1.275,64	2.743,60
S&P 500	2.139,60	5.782,80
Ratio PE a plazo del S&P 500	17x	22x
S&P 500 frente a la media móvil de 200 semanas	8% Superior	27% Superior
Diferencial de los bonos corporativos con grado de inversión	135 bps	82bps
Rendimiento de los TIPS a 10 años	0%	2%
Correlación Bonos/Acciones	Negativo	Positivo

Fuente: Ruffer, LSEG, Incrementum AG

¿Redolarización o desdolarización?

Dada la confianza en sí mismo que tenía al hablar, nadie podía saber si lo que decía era muy inteligente o muy estúpido.
León Tolstoi

Aún existen muchas dudas en cuanto a los planes para afianzar la futura importancia dólar estadounidense. El plan de devaluar significativamente el dólar estadounidense frente a otras divisas líderes está esbozado en el llamado *Acuerdo de Mar-a-Lago, y está basado en los* dos acuerdos monetarios de la década de 1980,[9]. Trump y su equipo son de la opinión – económicamente discutible – de que el dólar sobrevalorado es una de las principales razones de la desindustrialización de Estados Unidos.

En el centro de este debate hay un dilema estructural. Ya en los años 60, el economista Robert Triffin, que trabajó en la Reserva Federal y el FMI, señaló en que una nación que emite una moneda de reserva mundial se enfrenta a un conflicto de objetivos entre las metas nacionales a corto plazo y las internacionales a largo plazo. Las dos características siguientes de una moneda de reserva ideal son, por tanto, incompatibles y forman el *dilema de Triffin*:

- **Estabilidad**: Una moneda sólo es estable si el emisor tiene una cuenta corriente equilibrada.

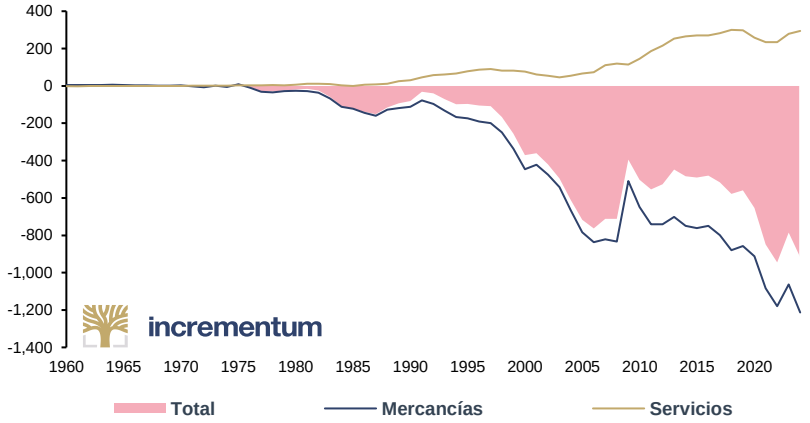
[9] *Véase* "History Does (Not) Repeat Itself – Plaza Accord 2.0?", informe 2019 de *In Gold We Trust.*

– **Oferta internacional suficiente de la moneda de reserva:** Para satisfacer la demanda internacional de la moneda de reserva, el país emisor debe tener un déficit por cuenta corriente.

El sistema monetario mundial se basa en una contradicción, expuesta por Triffin, que en última instancia conducirá al colapso a menos que se reforme.
Jacques Rueff

A largo plazo, el estatus de moneda de reserva es a la vez una bendición y una maldición: una bendición porque permite a Estados Unidos consumir más de lo que produce y exportar la inflación monetaria al extranjero.

Cuenta corriente de EE.UU., en miles de millones de USD, 1960–2024



Fuente: Oficina de Análisis Económico, Incrementum AG

La exportación de capital es el resultado de las diferencias de preferencia temporal entre las naciones.
Eugen von Böhm-Bawerk

Este estatus es una maldición porque un déficit por cuenta corriente permanente fomenta la desindustrialización y socava la confianza en la moneda de reserva a largo plazo. El sistema financiero mundial demanda cada vez más liquidez en dólares, al tiempo que se erosionan las bases de su estabilidad.

¿Qué opciones existen para resolver el dilema de Triffin?

– **Sistema de reservas multipolar (euro, yuan, etc.)**: Este enfoque no resuelve la paradoja, pero distribuye la presión entre varias monedas. Además, sería necesario que varios países tuvieran déficits crónicos por cuenta corriente para evitar una apreciación de sus monedas.
– **Moneda de reserva supranacional (derechos especiales de giro)**: John M. Keynes ya lo propuso durante la reorganización del orden monetario mundial al final de la Segunda Guerra Mundial, con el nombre de *bancor*. Este enfoque hace que la oferta de liquidez internacional sea independiente del déficit por cuenta corriente del país con la moneda de reserva mundial. Su aplicación requiere una estrecha cooperación mundial.
– **Activo de reserva neutral:** La paradoja sólo puede resolverse de forma sostenible utilizando activos de reserva neutrales como el oro o Bitcoin. Es crucial que los activos no sean inflacionistas, no tengan riesgo de contrapartida y tengan la correspondiente profundidad de mercado. En la actualidad, esto sólo se aplica al oro.

Debemos subrayar que el debate en torno al dilema de Triffin es controvertido. Los escépticos sostienen que un déficit por cuenta corriente no es necesariamente negativo, ya que también puede significar una gran confianza extranjera en la situación nacional. **Eugen von Böhm-Bawerk llegó a subrayar que la cuenta de capital manda sobre la cuenta corriente.** Por

tanto, un déficit por cuenta corriente elevado sería el resultado de fuertes entradas de capital y una prueba del atractivo de una jurisdicción.

Cualquier país que emita la moneda de reserva mundial debe tener déficit. Es el precio del poder. El mundo necesita más dólares de los que EE.UU. puede ganar sólo con sus exportaciones, así que EE.UU. los imprime, y voilà, su mayor exportación no es tecnología o petróleo, sino el dinero mismo.
The Macro Butler

También hay objeciones a la tesis de que un país que emite la moneda de reserva mundial debe tener necesariamente un déficit por cuenta corriente. El emisor de la moneda de reserva mundial no depende de utilizar la masa monetaria adicional puesta en circulación principalmente para importar bienes; en su lugar, podrían comprarse con la misma facilidad valores extranjeros, o su moneda podría revaluarse significativamente. En el antiguo bloque del marco alemán, la fortaleza de la moneda se consideraba un requisito previo para el éxito económico porque "forzaba" continuamente aumentos de productividad e innovaciones para compensar la inminente pérdida de competitividad debida a las revaluaciones.

Los críticos económicos liberales clásicos de la política arancelaria de Trump argumentan que el aumento masivo del déficit presupuestario es la verdadera causa de los desequilibrios económicos. Los aranceles no son más que una forma de combatir los síntomas, con efectos secundarios adversos potencialmente graves. **Parece haber consenso en que existen distorsiones estructurales, lo que plantea la cuestión de reajustar el orden monetario mundial.**[10]

Siempre digo que "aranceles" es para mí la palabra más bonita del diccionario.
Donald Trump

Una nueva devaluación, posiblemente incluso rápida, del dólar estadounidense podría iniciar el siguiente impulso en este mercado alcista del oro. Si comparamos los indicadores clave cuando se produjeron los máximos históricos en los dos últimos periodos alcistas prolongados -en 1980 y en 2011- con la situación actual, se confirma nuestra tesis *de una Gran Apuesta a Largo*: **El precio del oro aún tiene margen para subir. El índice del dólar estadounidense, notablemente más alto en la actualidad, nos parece especialmente importante: en torno a 99,3 puntos, está muy por encima de los valores de los últimos máximos alcanzados por el oro durante periodos alcistas de larga duración.**

Comparación de varios macrodatos y cifras clave del mercado en Gold ATH en 1980, 2011 y la actualidad

	1980	2011	Actual	Δ frente a 1980 (%)		Δ frente a 2011 (%)	
Precio del oro en USD	835	1.900	3.288	2.453	(294%)	1.388	(73%)
Base monetaria en miles de millones de USD	157	2.637	5.775	5.618	(3.578%)	3.138	(119%)
Oferta M2 en miles de millones USD	1.483	9.526	21.763	20.280	(1.367%)	12.237	(128%)
Deuda federal de EE.UU. en miles de millones de USD	863	14.790	36.215	35.352	(4.096%)	21.425	(145%)
PIB per cápita	12.303	50.056	87.759	75.456	(613%)	37.703	(75%)
Precio medio de la vivienda en USD	63.700	228.100	416.900	353.200	(554%)	188.800	(83%)
S&P 500	111	1.174	5.569	5.458	(4.917%)	4.395	(374%)
Índice USD	86,1	75,2	99,3	13,2	(15%)	24,1	(32%)

Fuente: treasury.gov, Reserva Federal de St. Louis, LSEG (a 30/04/2024), Incrementum AG

Llega el próximo 1971.
Charlie Morris

Una cosa es segura: Una devaluación controlada y significativa del dólar estadounidense es uno de los principales objetivos de Donald Trump. Sin embargo, debilitar artificialmente el dólar estadounidense para

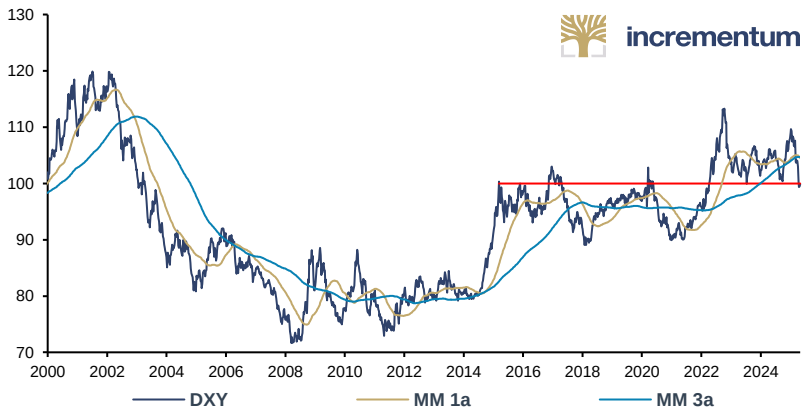
[10] *Véase* el capítulo "Dollar Milkshake Meets Golden Anchor: Mar-a-Lago and the New Economic Order" en informe *In Gold We Trust* 2025.

promocionar la reindustrialización sería un grave error. Las devaluaciones monetarias no resuelven los problemas estructurales. Generan inflación, encarecen las importaciones, reducen el poder adquisitivo de los salarios y los ahorros dentro y fuera del país, y debilitan así el consumo interno, columna vertebral de la economía estadounidense.

Mi filosofía, señor Presidente, es que todos los extranjeros nos quieren joder y que nuestro trabajo es joderlos a ellos primero.
Secretario del Tesoro John Connally a Richard Nixon

Además, una moneda fuerte es expresión de confianza internacional: Quienes devalúan deliberadamente el dólar estadounidense están ahuyentando el capital que se necesita urgentemente para modernizar las infraestructuras y las capacidades de producción y asegurar el liderazgo tecnológico. En lugar de confiar en las engañosas ventajas de un dólar estadounidense más débil, la política económica de Estados Unidos debería centrarse en la disciplina fiscal, una burocracia racionalizada y la promoción selectiva de la innovación para atraer nuevas industrias y fortalecer las existentes, sin devaluar los activos de los ciudadanos, incluidos los ciudadanos extranjeros que poseen bonos denominados en dólares estadounidenses, y sin jugarse la prosperidad en una carrera de devaluación. **Para decirlo sin rodeos, si la clave del éxito económico fuese una política de divisas blandas, Zimbabue encabezaría la lista de los países con más éxito, no Suiza.**

DXY, 01/2000–04/2025



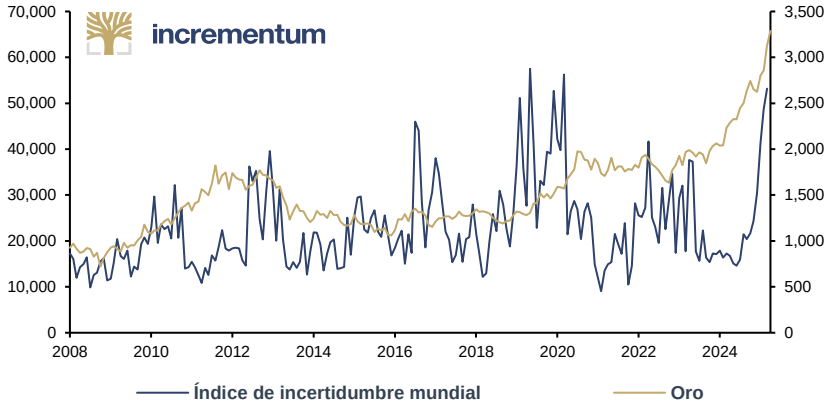
Fuente: LSEG, Incrementum AG

Neronulus Trump consiguió hacer algo que ningún acontecimiento mundial, ninguna tensión, ninguna pandemia, ningún riesgo consiguió hacer desde Bretton Woods: la sustitución del dólar como moneda de reserva por el ORO.
Nassim Taleb

Estos acontecimientos – desde una dirección poco clara en la estrategia del dólar estadounidense hasta la paradoja de Triffin sin resolver y las posibles devaluaciones monetarias – están provocando una incertidumbre considerable. Se trata de otro paralelismo con la sacudida que provocó Nixon en 1971 (The Nixon Shock) , cuando el sistema monetario mundial existente pasó a la historia de un momento a otro y el nuevo sistema de tipos de cambio flexibles tardó años en establecerse. La confianza es la moneda central de las transacciones económicas (internacionales) y es decisiva para el éxito de la política de localización de un país. Los costes de una erosión de la confianza no pueden sobrestimarse.[11] En la primavera de 2025, el oro demostró, una vez más, ser una cobertura fiable en tiempos de convulsión geopolítica y económica. **El oro sigue siendo lo que siempre ha sido: un ancla estable.**

[11] *Véase* "Gold in the Age of Trust Erosion", *informe In Gold We Trust* 2019.

Índice de incertidumbre mundial (izda.) y oro (dcha.), en USD, 01/2008–04/2025



Fuente: LSEG, Incrementum AG

Especialmente a medida que los refugios tradicionales, como la deuda pública estadounidense o alemana, pierden confianza y diluyen su función de estabilidad, el oro vuelve a situarse en el centro de las estrategias de inversión a largo plazo.

Mientras tanto en Europa: El cambio climático monetario se acelera

Estamos rodeados de realidad.
Robert Habeck

Mientras desde Washington se empiezan a oír expresiones poco familiares como la de "una fiscalidad con sentido común", Friedrich Merz (CDU), quien se espera que se convierta en el próximo canciller de Alemania, ha dado un giro de 180 grados bajo la fórmula mágica "Whatever it takes!" en lo que muchos consideran un engaño a los votantes. Merz ha propuesto que los gastos de defensa superiores al 1% del PIB queden fuera de la política económica tradicional alemana en la que impera el poner freno al endeudamiento. Por si fuera poco, además se creará un programa financiado con deuda – denominado eufemísticamente "activos especiales" – por valor de 500.000 millones de euros para infraestructuras y protección del clima. Las previsiones apuntan a que la deuda pública alemana pasará del 60% del PIB al 90%.

Si la verdad es la primera víctima en las guerras, los bonos suelen ser la segunda.
Luke Gromen

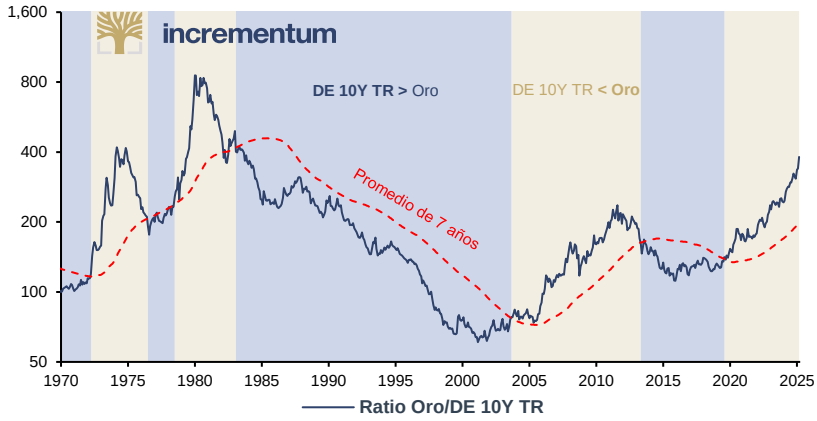
Es un momento histórico para Alemania: Bajo el liderazgo de la conservadora CDU/CSU, se ha consumado la renuncia oficial al conservadurismo fiscal. Lo que ya se había presagiado a raíz de la pandemia de Covid-19 – y que describimos como *cambio climático monetario* en el informe *In Gold We Trust* 2021 – ha alcanzado ahora un nuevo nivel. Con Alemania rompiendo su papel de modelo de disciplina fiscal, es probable que los países del euro con mayor propensión al gasto – nos referimos en particular a Francia – interpreten la nueva generosidad fiscal como una barra libre.

La deuda pública alemana, considerada la "inversión sin riesgo" por excelencia de la eurozona, reaccionó notablemente al giro. Los rendimientos de los *Bunds* registraron su mayor movimiento diario en 35 años tras el anuncio. Un problema para muchos países con niveles de deuda mucho más elevados, como Francia e Italia, es que el rendimiento de sus bonos también aumentó considerablemente.

Los subidones de azúcar se desvanecen. Con el tiempo, la gente escrutará los resultados y cuestionará la capacidad de reembolso de estos países. Con el modelo ejemplar alemán ahora desaparecido, ningún país de la zona del euro es lo bastante grande como para soportar la carga.
Fabian Wintersberger

Durante más de medio siglo, los participantes de los mercados internacionales tuvieron la certeza de que los bunds alemanes carecían de facto de riesgo de contrapartida. Especialmente durante *la Gran Moderación,* los bunds superaron al oro. Esta relación empezó a cambiar gradualmente en 2002. Desde 2020, la tendencia se ha reforzado a favor del oro. **Además del riesgo existente de una nueva oleada de inflación, con la desaparición *de la ama de casa de Suabia (haciendo referencia a Angela Merkel, nacida en esa región conocida por su austeridad)* pasa a primer plano otra cuestión: el riesgo de contrapartida.** A medio plazo, éste podría – por primera vez en mucho tiempo – volver a percibirse como un factor de riesgo en las valoraciones de la deuda pública.

Ratio Oro/DE 10Y TR, 01/1970–04/2025



Fuente: Gavekal Research, LSEG, Incrementum AG

Una vez lloré porque no tenía zapatos para jugar al fútbol con mis amigos, pero un día conocí a un hombre que no tenía pies.
Zinedine Zidane

Louis-Vincent Gave sostiene que la deuda pública alemana y estadounidense ha sido la clase de activos estrella durante una generación, pero su época dorada parece haber terminado. Muchas carteras se encuentran ahora en una situación similar a la de la selección francesa de fútbol tras la retirada de Zinedine Zidane: les falta una figura central en torno a la que construir. Se necesita una nueva figura que marque la diferencia. El oro, que ya está calentando banquillo, podría estar listo para asumir ese papel, como un joven Kylian Mbappé, listo para saltar al campo y cambiar el partido.

Las nuevas reglas de juego del oro – Reforzado por la sacudida de Trump

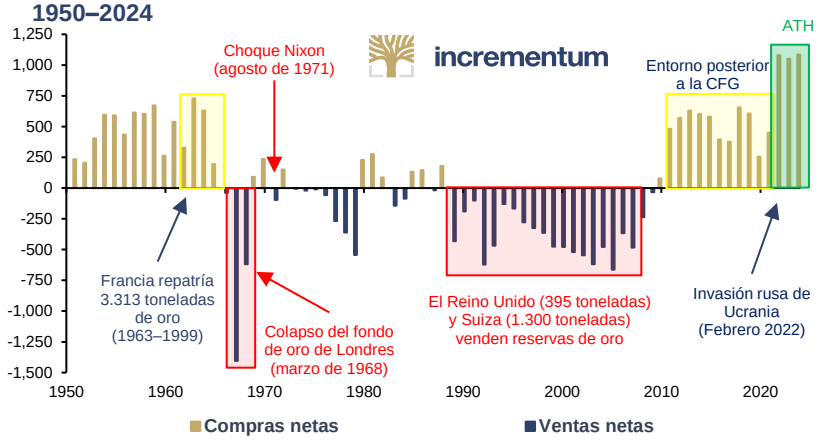
Nuestra tesis central en el informe *In Gold We Trust* 2024, "The New Gold Playbook" (las nuevas reglas de juego del oro), era que el entorno de inversión para el oro ha cambiado fundamentalmente. Los acontecimientos de los últimos 12 meses confirman este cambio.

Marcar tres goles es sólo Zlatan siendo Zlatan.
Zlatan

La piedra angular de *la Gran Apuesta a Largo* es la fuerte y persistente demanda de oro física de los bancos centrales. Han sido compradores netos en el mercado del oro desde 2009. Esta tendencia se ha acelerado significativamente desde la confiscación de las reservas de divisas rusas a finales de febrero de 2022. **Durante tres años consecutivos, los bancos centrales**

aumentaron sus reservas de oro en más de 1.000 t cada año, logrando un tipo especial de triplete.

Compras mundiales de oro de los bancos centrales, en toneladas, 1950–2024



Fuente: Consejo Mundial del Oro, Incrementum AG

Polonia ha sido el país más heroico del mundo, con la peor suerte.
Winston Churchill

Los bancos centrales asiáticos volvieron a realizar la mayor parte de estas compras. Cabe señalar, sin embargo, que Polonia ocupó el primer puesto en 2024. Esta reasignación hacia el oro por motivos geopolíticos ejemplifica una creciente desconfianza en el actual sistema financiero occidental y el aumento gradual de la importancia económica de los mercados emergentes.

Y ya no son sólo los bancos centrales los que apuestan por el oro, sino también los inversores financieros occidentales, que vuelven a buscar cada vez más oportunidades de inversión en el sector de los metales preciosos tras un largo periodo de abstinencia. En 2024, la demanda de ETFs (Exchange Traded Funds, o fondos cotizados en bolsa) repuntó a lo largo del año, salvo en Europa, que no volvió a ser comprador hasta el primer trimestre de 2025. Los fuertes flujos de entrada en Norteamérica muestran los primeros signos de un *FOMO del oro*. **La demanda de inversión de los ETF de oro podría ser un motor clave para la continuación del mercado alcista del oro.**

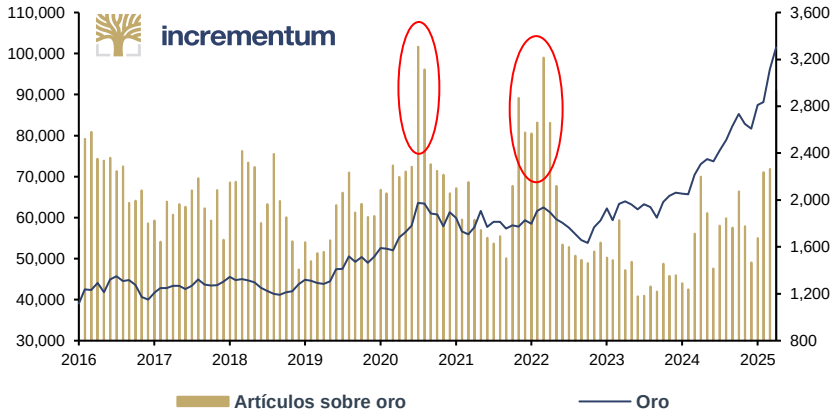
Tenencias acumuladas de ETF de oro (izda.), en toneladas, y oro (dcha.), en USD, 01/2006–03/2025

Fuente: Consejo Mundial del Oro, Incrementum AG

El entusiasmo general de los medios de comunicación por el oro en Occidente no es tan pronunciado hoy como en 2020, cuando el oro alcanzó su primer nuevo máximo histórico en casi una década. **Esto indica que, a pesar de la racha**

récord de los últimos trimestres, el mercado del oro aún no ha alcanzado niveles excesivos de euforia.

Artículos sobre oro (izda.), y oro (dcha.), en USD, 01/2016–03/2025

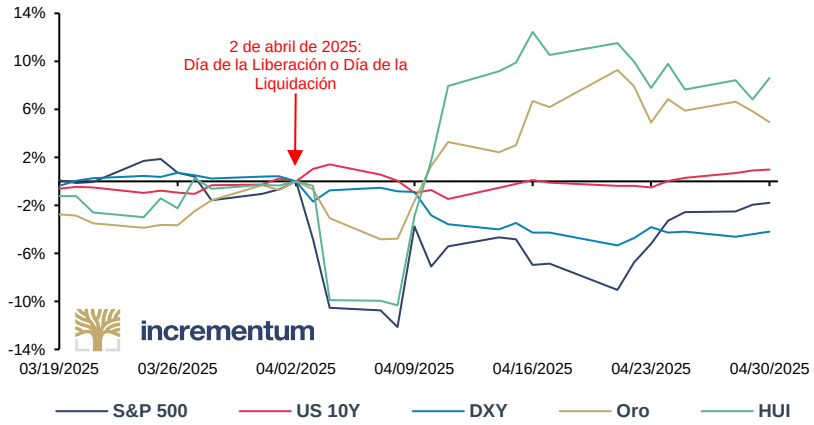


Fuente: Consejo Mundial del Oro, Bloomberg, LSEG, Incrementum AG

Un refugio para piratas no es más que una trampa para incautos.
William Dampier, pirata

Nuestra tesis de la *Gran Apuesta a Largo* recibe un apoyo adicional de las reacciones de los mercados de capitales tras *el Día de la Liberación*. No es habitual que el dólar caiga durante una fase de volatilidad. Más rara aún es una caída simultánea de la renta fija *y* la renta variable. Tales constelaciones son típicas de los mercados emergentes, pero no del refugio más importante del mercado mundial de capitales. En lugar de refugiarse en un lugar seguro, muchos inversores, sobre todo internacionales, han huido. **¿Qué probabilidades hay de que regresen voluntariamente tras semejante sacudida?**

Activos Diversos, en USD, 100 = 04/02/2024, 03/2025–04/2025



Fuente: LSEG, Incrementum AG

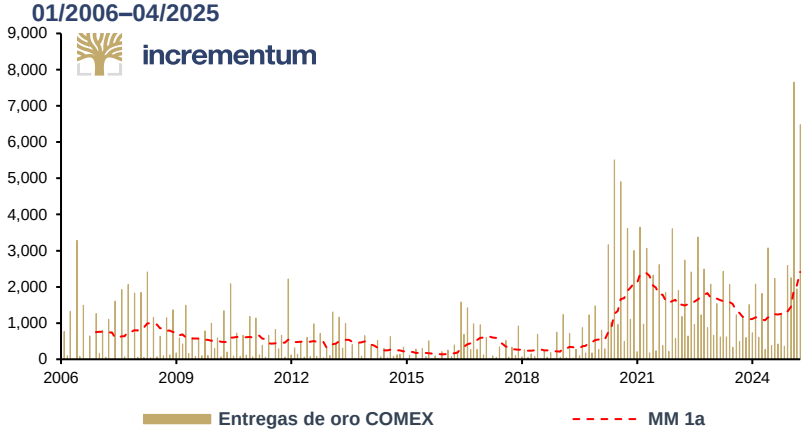
El trasvase del *oro como valor refugio* de Londres a Nueva York

La Regla de Oro de la Negociación y el Éxito: El que tiene el Oro hace las reglas. Gracias.
Donald Trump

Otra señal clara de la pérdida de confianza es el aumento de la demanda de *oro físico*, especialmente entre los inversores a largo plazo que buscan *un refugio seguro*. Las entregas físicas desde las bolsas de futuros han aumentado desde 2020, presumiblemente impulsadas por oficinas familiares, inversores privados adinerados y agentes estatales. Estos compradores son menos

críticos con el precio que con el sistema: prefieren el oro físico real al "oro de papel".

Entregas de oro COMEX, en miles de onzas troy, 01/2006–04/2025



Fuente: Reuters Eikon, Incrementum AG

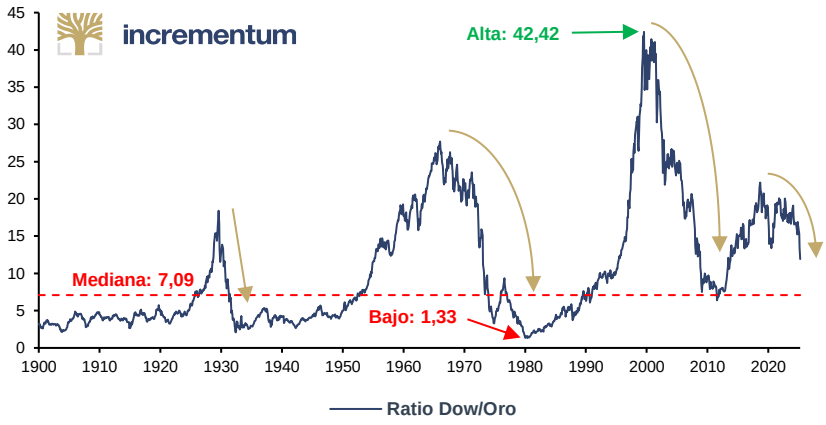
La armonía se construye sobre la confianza, y los desacuerdos ocasionales sólo pueden resolverse pacíficamente si hay confianza. Pero cuando desaparece la confianza, desaparece todo.
Zoltan Pozsar

Antes del *Día de la Liberación*, se trasladaron enormes cantidades de oro de Londres a Nueva York, más de 2.000 toneladas según el director general de StoneX, Philip Smith. Esto se debió a una prima inusualmente alta de hasta 68 USD entre el precio COMEX y el precio al contado LBMA. Esto obligó a los bancos de lingotes a realizar entregas físicas extraordinarias. Al mismo tiempo, los inventarios de oro de la LBMA se redujeron en 8,6 millones de onzas (Moz) entre octubre de 2024 y finales de marzo, mientras que los inventarios COMEX alcanzaron un nuevo récord de 45 Moz a principios de abril.

El oro, ¿el nuevo superventas de la cartera?

Es probable que la fortaleza relativa del oro frente a los bonos – y ahora también frente a las acciones – atraiga un mayor interés de los inversores. Ahora que el oro se ha fortalecido recientemente frente a la renta variable, merece la pena analizar a largo plazo la relación Dow/oro. En las tres últimas grandes tendencias a la baja de este ratio en los años 30, 70 y 2000, esta evolución siempre vino acompañada de una subida significativa del precio del oro y del estancamiento de los mercados bursátiles estadounidenses. El ratio Dow/oro se sitúa actualmente en 11,91 y, por tanto, claramente por encima de la media histórica de 7,09, lo que indica que el oro sigue teniendo una valoración atractiva en comparación con la renta variable estadounidense.

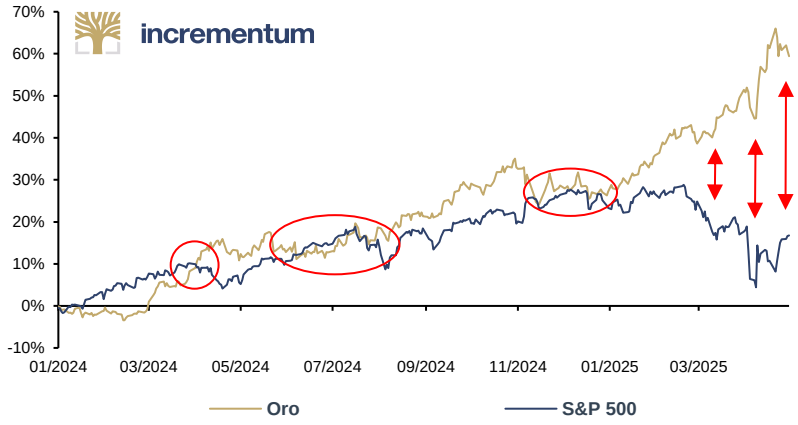
Ratio Dow/Oro, 01/1900–04/2025



Fuente: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG

La creciente diferencia entre el oro y el S&P 500 desde principios de año apunta a que se están produciendo cambios fundamentales. El capital fluye cada vez más desde los mercados estadounidenses hacia el refugio seguro del oro, pero también cada vez más hacia Europa y determinados mercados emergentes. De confirmarse esta tendencia, sería una clara señal de una rotación sectorial y geográfica con posibles consecuencias de gran alcance para las estrategias de inversión y la macroeconomía mundiales.

Oro y S&P 500, en USD, 100 = 01/01/2024, 01/2024-04/2025

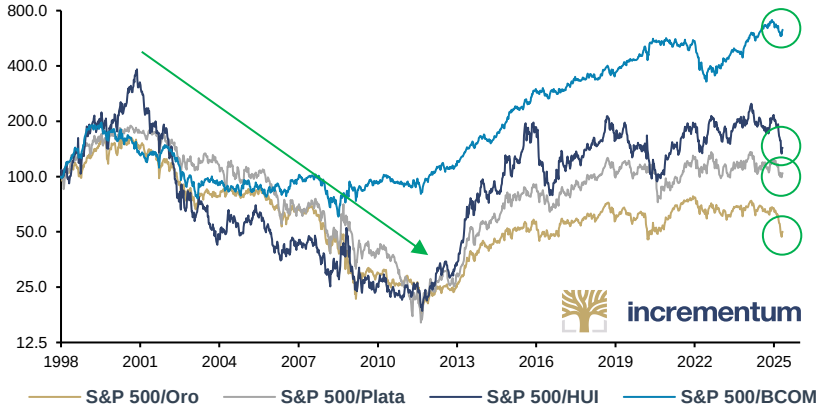


Fuente: LSEG, Incrementum AG

Si se observa el comportamiento relativo del S&P 500 frente al oro, la plata, los valores mineros (HUI) y las materias primas (índice BCOM), también se observa una rotación. Puede identificarse un punto de inflexión cíclico en combinación con la fortaleza relativa de la plata y los valores mineros frente al oro. **Una ruptura a la baja sostenida del S&P 500 indicaría un cambio significativo en los flujos de capital.**

En otras palabras, estamos asistiendo a salidas de capital de un sector antaño inmensamente popular y ampliamente extendido hacia el oro de rendimiento, un activo que ha permanecido en la sombra durante casi una década. ***La Gran Apuesta a Largo* no sólo está empezando, sino está despertando.**

S&P 500 vs. Oro, Plata, HUI y BCOM (log), 100 = 01/1998, 01/1998–04/2025



Fuente: LSEG, Incrementum AG

¡Muchas gracias!

Lo único que importa es que hagas algo que te guste, lo mejor que puedas, aquí y ahora.
Rick Rubin

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*. Nuestro objetivo es elaborar el análisis del oro más respetado, leído y exhaustivo del mundo. Mark Baum[12] dijo en su crítica al sector financiero: "Nadie presta atención a los detalles". Pero son precisamente esos detalles los que cuentan, y la misión del informe *In Gold We Trust* es acercarles a ustedes, queridos lectores, a los detalles cruciales del mercado del oro.

Una gran pasión por alcanzar el objetivo garantizará el éxito, pues el deseo de alcanzar el fin señalará los medios.
Henry Hazlitt

Por eso cada año nos retiramos del ajetreo de la vida cotidiana para reflexionar, investigar datos y cifras, y finalmente redactar el informe *In Gold We Trust*. En los últimos meses, muchos acontecimientos nos han planteado un verdadero reto. Y, como a muchos otros observadores del mercado, *el Día de la Liberación* de Trump nos ha dado algún que otro quebradero de cabeza, al igual que el nerviosismo causado por Trump en general. Dicho esto, con ya varios años gozando de una subida sustancial del precio del oro, estas dificultades son fáciles de superar.

Esta 19ª edición del informe *In Gold We* Trust también presenta varias primicias. La versión abreviada del informe se publica por primera vez en japonés, además de en alemán, inglés y español. Con *Mining Visuals*, empresa sueca especializada en el tratamiento gráfico de datos relevantes para el sector minero, hemos traído a bordo un refuerzo competente y lleno de energía. En este informe de *In Gold We Trust* podrá comprobar la creatividad del equipo de Mining Visuals. Por primera vez, el informe también está disponible en versión impresa a través de este enlace.

[12] Mark Baum es un personaje ficticio de la película *The Big Short* (2015), basado en el inversor de la vida real Steve Eisman.

Agradecemos a nuestros más de 20 fantásticos colegas ubicados en cuatro continentes su enérgico e incansable esfuerzo durante más de 20.000 horas y trabajando en múltiples husos horarios.

Un agradecimiento especial a nuestros Socios Premium[13]. 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 cinco idiomas, ofrecemos una *Brújula Mensual del Oro* e información continua en nuestro sitio web del informe *In Gold We* Trust en ingoldwetrust.report.

Si hay tiempo para reflexionar, es probable que bajar el ritmo sea una buena idea.
Daniel Kahnemann

Examinar el pasado es esencial para prepararse con éxito para el futuro. Por ello, estamos convencidos de que el actual mercado alcista del oro aún no ha llegado a su fin. Nos gustaría presentarles las razones de esta valoración a ustedes, nuestros apreciados lectores, como una guía sobre el oro en las más de 430 páginas del informe *In Gold We Trust* 2025.

Ahora le invitamos a nuestra cita anual y esperamos que disfrute tanto leyendo nuestro decimonoveno informe de *In Gold We Trust* como nosotros disfrutamos escribiéndolo.

Saludos cordiales desde Liechtenstein,

Ronald-Peter Stöferle y Mark J. Valek

[13] Al final del informe *In Gold We Trust* encontrará un resumen de nuestros Socios Premium, con una breve descripción de las empresas.

¿Quo Vadis, Aurum?

En los próximos años, creo que tendremos que hacer algún tipo de reordenación económica global a gran escala, algo parecido a un nuevo Bretton Woods. O, si queremos ir más atrás, algo parecido a los acuerdos sobre el acero o incluso al Tratado de Versalles. Es muy probable que lo necesitemos en los próximos cuatro años, y me gustaría formar parte de ello.

Scott Bessent

- **El oro se está estableciendo como ancla de confianza neutral, líquida y sin contrapartidas y, por tanto, como posible piedra angular de "Bretton Woods III".**
- **Las conclusiones a las que llegamos en el informe de *In Gold We Trust* 2024, "*Las Nuevas Reglas de Juego del Oro*", siguen permaneciendo vigentes: La demanda de los bancos centrales y la elevada demanda continuada de los mercados emergentes – especialmente China – constituyen la columna vertebral de la demanda de oro. La demanda de ETFs en Occidente también está repuntando lentamente.**
- **El oro ha demostrado de ser una cobertura fiable en anteriores recesiones y mercados bajistas y constituye una buena diversificación de la cartera en épocas adversas cuando se produce una inflación elevada, estanflación o cuando existe un mayor riesgo de contraparte.**
- **La plata, las acciones mineras y las materias primas ofrecen un atractivo potencial de recuperación: históricamente, estos activos de alta beta han ido a la zaga del precio del oro. *El oro de alto rendimiento* sigue infravalorado y podría obtener resultados muy superiores en la segunda mitad de la década.**
- **Es posible una corrección a corto plazo del precio del oro hasta ~2.800 USD, provocada por la recogida de beneficios, un sentimiento muy alcista, un rebote a corto plazo del dólar estadounidense y una posible relajación geopolítica, aunque temporal. Sin embargo, *el escenario* a largo *plazo* sigue intacto.**
- **Las comparaciones históricas, así como nuestro modelo patentado *Incrementum Gold Price Model*, indican que el mercado alcista del oro aún tiene un margen considerable de recorrido. Nuestro escenario base para el final de la década se mantiene en 4.800 USD. En caso de fuerte inflación, el oro podría subir hasta los 8.900 USD.**

El oro: El GOAT de la cartera

La gente dice que fuimos el mejor equipo de todos los tiempos. Yo digo que fuimos los más decididos.
Michael Jordan

"El talento gana partidos, pero el trabajo en equipo y la inteligencia ganan campeonatos". Estas palabras de Michael Jordan se convirtieron en el ADN de los Chicago Bulls en la década de 1990. En lugar de realizar cambios precipitados – incluso tras haber perdido los 6 anteriores play-offs y ser incluso humillados por los Detroit Pistons – la dirección apostó por la paciencia estratégica, un espíritu de equipo tenaz bajo el liderazgo de Phil Jackson y una visión clara. Como resultado, los Bulls se convirtieron en el mejor equipo de la NBA de toda una generación, con seis títulos de campeón en sólo ocho años, un porcentaje de victorias en las Finales del 87,5% y la emblemática temporada 1995/96, que batió récords, con 72 victorias y sólo 10 derrotas en la temporada regular. Esta época demostró de forma impresionante cómo el talento individual puede traducirse en un dominio colectivo sostenido.

La voluntad de adoptar una posición contraria al mercado requería un tipo de valentía poco común incluso entre personas que se enorgullecían de su valentía.
Michael Lewis

La excelencia requiere valentía, especialmente la valentía de adoptar posiciones que se consideran poco ortodoxas o anticíclicas. Esto incluye atreverse a invertir en oro y mantenerlo cuando el oro es impopular. O invertir en lo que nosotros llamamos *oro de rendimiento*, como la plata, las empresas mineras o las materias primas, cuando el mercado las considera inherentemente poco rentables. **Esto es especialmente cierto en Occidente, donde los inversores profesionales han mostrado una arraigada actitud contraria al oro durante décadas.**

Se le ridiculice o no por ser un inconformista, a largo plazo puede resultar más arriesgado evitar el oro que apostar por él. Quienes poseen *oro como refugio seguro* están bien posicionados para los cambios fundamentales del mercado que hemos descrito en detalle en nuestros informes *In Gold We Trust* de los últimos años y de nuevo este año. En nuestra opinión, los inversores más reacios al riesgo siguen teniendo la oportunidad de obtener beneficios desproporcionados con el *oro de rendimiento*.

Ese equipo de los Bulls no era sólo genial. Eran el estándar. Todo el mundo se medía con ellos.
Steve Kerr

Al final de esta década, el oro quizá ya no se vea como una reliquia de tiempos pasados, sino como lo que puede llegar a ser: el Michael Jordan de los activos, defensivamente estable y ofensivamente poderoso, un auténtico creador de diferencias. **Quien tenga en su cartera a este *GOAT*, el mejor de todos los tiempos, estará preparado para una repesca en los mercados financieros.**

No soy un jugador. Soy un tipo que ve números y patrones y apuesta por ellos.
Michael Burry

¿Qué significa concretamente este enfoque a largo plazo? ¿Qué pautas debe seguir un inversor a largo plazo en sus decisiones diarias para comprender el *panorama general*? *La Gran Apuesta a Largo* del oro se basa en varios cambios políticos, económicos y sociales fundamentales.

El Gran Redireccionamiento: El oro como beneficiario de la reordenación geopolítica

Actualmente hay muchos indicios de que la reordenación geopolítica se está acelerando. Zoltan Pozsar ya había llevado el debate sobre un nuevo orden monetario mundial a un nuevo nivel en 2022 con su artículo "Bretton Woods III", con el telón de fondo de la guerra de Ucrania que acababa de estallar y la sanción de las reservas de divisas rusas que se decidió poco después. Concluyó sus observaciones en dicho artículo con el siguiente pronóstico:

> *"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)".*[14]

Por el momento, nadie sabe exactamente adónde nos llevará este viaje. No hay duda de que estamos irrevocablemente en el camino hacia un nuevo orden (monetario) mundial. **El oro se está convirtiendo cada vez más en un seguro de vida monetario para actores estatales como los bancos centrales y los fondos soberanos.**

Me parece que en los próximos años vamos a tener una especie de gran reordenación económica mundial, algo así como un nuevo Bretton Woods... es muy probable que tengamos que hacerlo en los próximos cuatro años y me gustaría formar parte de ello.
Scott Bessent

Un nuevo orden monetario mundial necesitará un ancla de confianza reconocida internacionalmente. El oro parece predestinado a serlo por varias razones:

- **El oro es neutral**
  El oro no pertenece a ningún Estado, a ningún partido político, a ningún autócrata, a ningún parlamento; por tanto, el oro puede ser el elemento unificador en un mundo multipolar que se ha vuelto mucho más frágil.
- **El oro no tiene riesgo de contrapartida**
  Los activos financieros tienen un riesgo de contraparte. El oro, en cambio, no tiene riesgo de contrapartida. Es pura propiedad. Los Estados pueden resolver fácilmente el riesgo de confiscación almacenando el oro dentro de sus fronteras
- **El oro es líquido**
  El oro es uno de los activos más líquidos del mundo. El volumen medio diario de negociación del oro ascendió a más de 229.000 millones de dólares en 2024. En un estudio, la LBMA demostró que el oro tiene a veces mayor liquidez que los bonos del Estado.

El oro es el antídoto contra la pérdida de confianza en los banqueros centrales. Cuando la credibilidad de los bancos centrales se desmorona, el valor del oro no es que aumente, se redescubre.
Jim Grant

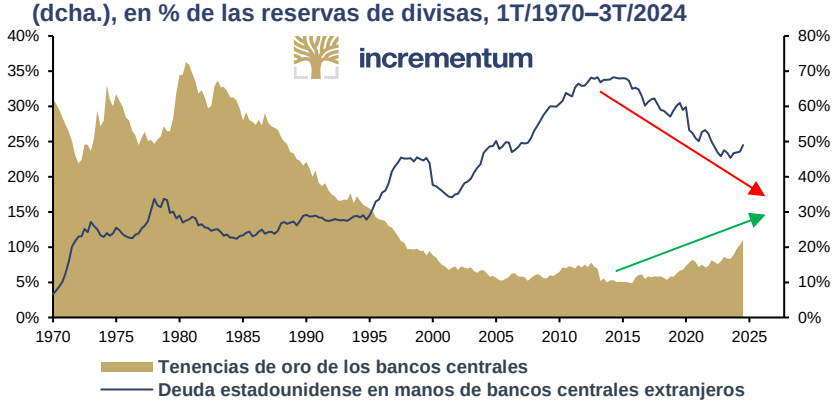
El renacimiento del oro se manifiesta en la liberalización gradual de su valoración por parte de algunos mercados emergentes, encabezados por China. Esto podría conducir a una revalorización del precio del oro a largo plazo, sobre todo si los bancos centrales volvieran a respaldar sus divisas con oro (implícita o incluso explícitamente). Hasta hace poco, estos escenarios se consideraban poco probables. Pero esto ha cambiado. Ahora se debaten cada vez más en la corriente principal de la política económica.

[14] *Véase* también "Entrevista exclusiva con Zoltan Pozsar: Adaptarse al nuevo orden mundial", informe 2023 *de In Gold We Trust*.

El cambio de personalidad en el ring no consiste sólo en cambiar de bando, sino en aceptar una parte de ti que siempre has temido mostrar.
Paul Heyman

Según el Consejo Mundial del Oro (WGC), las reservas mundiales de oro ascendían a 36.252 toneladas en febrero de 2025. **Esto significa que el giro de 180 grados que en su día pronosticamos, ya está en marcha**: En 2024, la cuota del oro en las reservas de divisas alcanzó el 22%, su nivel más alto desde 1997. Esto es más del doble del mínimo de alrededor del 9% en 2016. Sin embargo, aún queda un largo camino por recorrer antes de alcanzar el máximo histórico de más del 70% en 1980. Es probable que este impulso continúe durante *la Gran Apuesta a Largo*.

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, 1T/1970–3T/2024



Fuente: Crescat Capital, Reserva Federal de St. Louis, Consejo Mundial del Oro, Incrementum AG

A pesar de las importantes compras, los bancos centrales de los mercados emergentes siguen poseyendo bastante menos oro que sus homólogos de los países industrializados. Suponemos que esta diferencia se irá reduciendo gradualmente. **La demanda de los bancos centrales de los mercados emergentes, que están adquiriendo una mayor confianza política, debería seguir constituyendo la espina dorsal de la demanda de oro en los próximos años.**

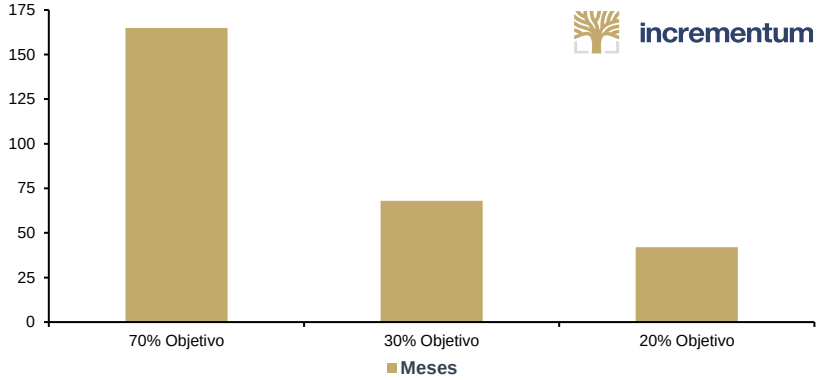
China es un gigante dormido. Dejémosla dormir, porque cuando despierte, moverá el mundo.
Napoleón Bonaparte

Llama la atención lo pequeña que es aún la partida del oro en las reservas de divisas de China. A pesar de las considerables compras de los últimos años, la cuota oficial es sólo del 6,5%. En comparación, el oro representa más del 70% de las reservas de Estados Unidos, Alemania, Francia e Italia. Rusia, por su parte, aumentó su cuota del 8% al 34% entre 2014 y el primer trimestre de 2025. También es probable que continúe la tendencia a la repatriación de las reservas de oro, observada desde hace años, como expresión de la creciente desconfianza entre los países.[15]

En el estudio de Goldman Sachs (y que recomendamos leer) "Gold: Raising Our End – 2025 Forecast to $3,300; Top 10 Questions" (Oro: Elevamos nuestro pronóstico para finales de 2005 a $3.300. Las 10 Preguntas más importantes que hay que hacerse), Goldman Sachs parte del supuesto de que China seguirá comprando una media de unas 40 toneladas de oro al mes. Esto significa que sólo la demanda del banco central chino ascendería a casi 500 toneladas al año. Esto corresponde a casi la mitad de la demanda total de los bancos centrales de los últimos tres años.

[15] *Véase* el capítulo "Bringing it Home: Repatriación del oro de los bancos centrales" en este informe *In Gold We Trust*

Calendario estimado para que China alcance varios objetivos de asignación de reservas de oro*



Fuente: Goldman Sachs Global Investment Research, Incrementum AG
*El análisis parte del supuesto de que China seguirá comprando ~40 toneladas de oro al mes. El aumento de los precios incrementa aún más el valor de las tenencias existentes y ayuda a alcanzar más

No confíes, verifica.
Aforismo en el mundo cripto

Pero, ¿se puede confiar en las cifras oficiales? Al fin y al cabo, China es desde hace años el mayor importador, consumidor y productor de oro. Según Jan Nieuwenhuijs, el PBoC (Banco Popular de China) ha comprado unas cinco veces la cantidad declarada. Basándose en varios indicadores, como las desviaciones en el balance del mercado chino, Nieuwenhuijs estima que el PBoC posee ahora unas 5.000 toneladas de oro. Esto situaría a China en segundo lugar, por detrás de EE.UU., pero por delante de Alemania, entre los países con mayores reservas de oro. **Por tanto, China tendría en la mano un As de oros que podría jugar en cualquier momento dando la *Gran Sorpresa*.**

El Gran Enfriamiento Económico: ¿El oro como beneficiario de un enfriamiento económico?

Los italianos defienden mejor que cocinan pasta. Y cocinan la pasta increíblemente bien.
Gary Lineker

En nuestra opinión, el oro no pretende sustituir a los valores tradicionales, como la renta variable o la renta fija, sino complementarlos. Es correcto considerar una posición en oro en una cartera como una posición líquida y alternativa de efectivo que conlleva un riesgo de tipo de cambio con respecto al dinero fiduciario. Una comparación directa entre el oro y la renta variable nos recuerda la proverbial comparación entre manzanas y naranjas. Nuestros análisis lo demuestran: En las crisis del mercado, el oro actúa como el probado catenaccio italiano, con la fiabilidad de un Giorgio Chiellini en defensa y la seguridad de un Gianluigi Buffon en la portería. **Mientras otras inversiones fluctúan, el oro da estabilidad a la cartera con una tenacidad predecible.**[16]

Cabe esperar una nueva caída de las bolsas en caso de desaceleración significativa de la economía estadounidense, y más aún si EE.UU. entra bruscamente en recesión. Una marcada desaceleración de la economía mundial parece ahora probable dado el conflicto comercial provocado por los EE.UU. Al fin y al cabo, la incertidumbre pesa mucho sobre los motores

[16] *Véase* "Dominar el nuevo libro de jugadas del oro", informe 2024 de *In Gold We Trust*; "Características de la cartera: El oro como diversificador de renta variable en las recesiones", *En Gold We Trust* informe 2019.

económicos, los empresarios y las empresas. En sus previsiones de abril, el FMI ha revisado sensiblemente a la baja sus perspectivas de crecimiento.

A medida que Estados Unidos se convierte en una fuente de capital en lugar de un destino para el capital, la narrativa del excepcionalismo estadounidense se está erosionando.
Tan Kai Xian, Gavekal

En los últimos 16 años, el mundo sólo ha entrado en recesión una vez: durante la pandemia de Covid-19. Y ésta fue una recesión atípica desencadenada por la sacudida de un evento externo. La mayoría de los inversores subestiman actualmente la probabilidad real de otra recesión y su posible impacto en los beneficios empresariales y las valoraciones bursátiles. Aunque los economistas situaban la probabilidad de una recesión en EE.UU. a finales de abril en torno al 50% y apuestas en Polymarket la situaba en el 64%, creemos que las valoraciones actuales de los mercados de renta variable estadounidenses reflejan un riesgo menor. El actual PER del S&P 500 de 27,7 sigue estando muy por encima de la media de la década de 16,1, a pesar de las caídas de precios de las últimas semanas.

Históricamente, el oro ha demostrado ser un excelente seguro de cartera durante las recesiones y los mercados bajistas en la renta variable estadounidense. Lo hemos analizado ampliamente en el informe *In Gold We Trust* 2023 en el capítulo "El enfrentamiento en la política monetaria".

Rentabilidad del S&P 500 frente al oro en los mercados bajistas del S&P 500, 1929–2025

Fecha del 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%
19/02/2025	08/04/2025*	-18,90%	1,75%	20,65%
	Media	-34,76%	7,79%	42,55%
	Mediana	-27,62%	0,84%	28,46%

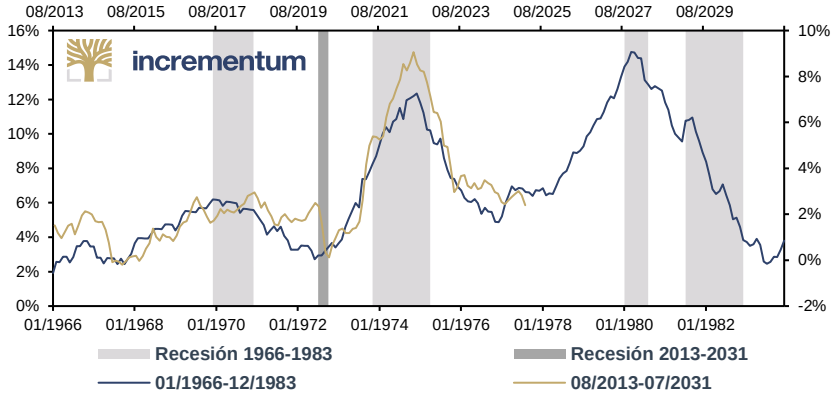
Fuente: Cornerstone Macro, Bloomberg, LSEG (*Precio de cierre más bajo desde el 19/02/2025), Incrementum AG

La Gran Ola: ¿Se está formando la próxima ola de inflación?

Intento estar preparado para todo. Ese es mi enfoque: nunca sabes lo que te deparará la próxima ola.
Kelly Slater

Además, no debemos descartar la posibilidad de una segunda oleada de inflación, como en los años setenta. Si tomamos el curso de la inflación en los años 70 como guía de su curso futuro, vemos que el paralelismo de los acontecimientos es sorprendente.

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



Fuente: Andreas Steno, LSEG, Incrementum AG

En los próximos meses, sin embargo, seguimos viendo una tendencia predominantemente desinflacionista, sobre todo debido a la fuerte caída de los precios del petróleo. La significativa apreciación de las monedas de los principales países industrializados frente al dólar estadounidense está reforzando el efecto desinflacionista en estos países.

La inflación es como una droga en más de un sentido. Al final resulta fatal, pero consigue que los votantes superen muchos momentos difíciles.
Lord D'Aberon

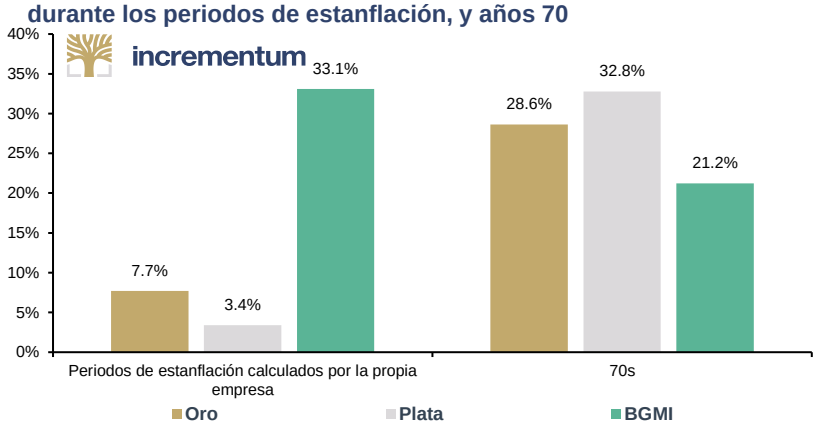
Esto no significa que se haya eliminado el riesgo de inflación. Al contrario: Aunque las recesiones y las caídas de los mercados de capitales tienen un efecto desinflacionista (bajada de la inflación), a veces incluso deflacionista (de inflación negativa), la respuesta final será altamente inflacionista. Y es sólo una cuestión de tiempo que la Reserva Federal tome fuertes contra medidas. **¿Qué otros conejos podrían sacar de la chistera los banqueros centrales y los políticos?**

La estanflación... es, por supuesto, algo muy difícil porque cualquier cosa que se haga con los tipos de interés perjudicará a un lado o al otro, ya sea el mandato de inflación o el mandato de empleo.
Jerome Powell

Las posibles medidas van desde el control de la curva de rendimientos, iniciar de nuevo un periodo de QE (expansión cuantitativa, o Quantitative Easing en inglés) o QQE (flexibilización cuantitativa y cualitativa), la represión financiera, o la aprobación de nuevos estímulos fiscales acordes a la Teoría Moderna Monetaria, el popularmente llamado "dinero helicóptero". El uso de uno o más de estos instrumentos es una conclusión inevitable, y la fusión de la política monetaria y fiscal continuará sin cesar. Una cosa es segura: **Los próximos rescates asumirán características cada vez mayores, más agresivas y más opacas**. Cuanto más prolongada y estrecha sea esta peligrosa historia de amor entre la política monetaria y la fiscal, mayores serán las fuerzas estanflacionarias. **Nuestro análisis cuantitativo muestra que el oro, la plata y las acciones mineras se han comportado extremadamente bien en un entorno de estanflación.**[17]

[17] *Véase* en particular "Stagflation 2.0", informe *In Gold We Trust* 2022

Crecimiento Anualizado (CAGR) del oro, la plata y el BGMI durante los periodos de estanflación, y años 70



Fuente: LSEG, goldchartsrus.com, Incrementum AG

En nuestra opinión, existe actualmente una oportunidad paralela a la de "La Gran Apuesta (a Corto)" de Michael Lewis; y es la devaluación en de las monedas fiduciarias en curso con respecto a los activos reales de oferta limitada, que son imprescindibles para la sociedad, ya sea como materias primas o como dinero sólido.
Tavi Costa

Y lo que durante mucho tiempo se consideró un experimento de pensamiento académico se ha vuelto de repente más tangible en las últimas semanas: la posibilidad de una oleada inflacionista producida por la huida del dólar estadounidense por parte de los grandes capitales. Si la confianza en la divisa estadounidense siguiera erosionándose, podría darse un escenario en el que los inversores huyeran del dólar en busca de activos tangibles y activos de reserva alternativos. Esto provocaría una subida acelerada de los precios de las importaciones estadounidenses, alimentaría las expectativas de inflación y combinaría la clásica inflación de demanda con elementos de crisis monetaria.

En este escenario, el dólar estadounidense podría perder su papel de refugio seguro y actuar como un acelerador del incendio. En consecuencia, el riesgo de inflación ya no estaría alimentado principalmente por escasez en la cadena de suministro o espirales salariales, sino por la erosión de la confianza en la propia moneda estadounidense.

La Gran Imprenta: El oro como beneficiario de la devaluación del dinero fiduciario en curso

Para que una materia prima siga siendo dinero, la opinión pública no debe creer que cabe esperar un aumento rápido e imparable de su cantidad.
Ludwig von Mises

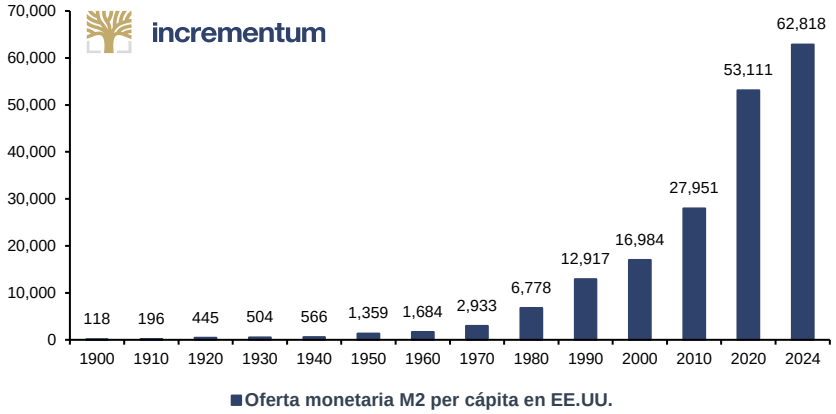
Los lectores fieles lo saben: En nuestros análisis nos esforzamos siempre por esbozar primero la función monetaria del oro. El dinero está sujeto a los mismos principios económicos básicos que todos los bienes: Su valor viene determinado por la oferta y la demanda. La confianza en el poder adquisitivo actual y futuro del dinero depende en gran medida de las expectativas sobre la evolución de la futura oferta monetaria.

El mecanismo es claro: si la masa monetaria aumenta más que la oferta disponible de bienes y servicios, el poder adquisitivo del dinero caerá tarde o temprano. Esta ley fundamental de la economía explica por qué el oro actúa como contrapeso natural de las monedas sin respaldo: La oferta de oro no puede ampliarse arbitrariamente.

El dólar es una excelente herramienta para el comercio, pero una mala herramienta para el ahorro.
FOFOA

El siguiente gráfico ilustra la evolución de forma impresionante: Mientras que la población estadounidense se ha multiplicado por 4,5, de 76 a 342 millones desde 1900, la masa monetaria M2 se ha multiplicado por 2.333, pasando de 9.000 millones (9 billones USA) a 21.000.000 millones de dólares (21 trillones USA). Esto representa un aumento brutal per cápita de más de 500 veces, de 118 USD a más de 60.000 USD. La masa monetaria se ha hinchado como los músculos de un culturista a base de esteroides: impresionante por fuera, pero estructuralmente frágil por dentro.

Oferta monetaria M2 per cápita en EE.UU., en USD, 1900–2024

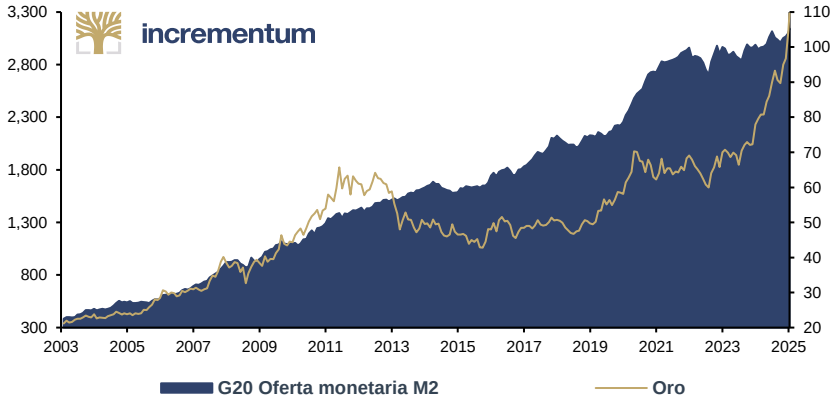


Fuente: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG

El oro y la moneda fiduciaria son rivales naturales. No hay alarma más fuerte de que una moneda fiduciaria está fallando que cuando su valor en términos de oro está bajando.
Larry Lepard

El crecimiento de la masa monetaria es el principal motor del precio del oro a largo plazo. Después de tres años de escaso crecimiento, y a veces incluso de crecimiento negativo, la masa monetaria mundial vuelve a crecer. Si tomamos un promedio a largo plazo, La masa monetaria M2 en los países del G20 ha crecido un 7,4% anual. Actualmente, el crecimiento de la masa monetaria se sitúa en el extremo inferior de este intervalo histórico. En su muy recomendable libro "The Big Print" (La Gran Imprenta), nuestro amigo Larry Lepard sostiene que se producirá una aceleración significativa del crecimiento de la masa monetaria. **Si *la Gran Imprenta se pone en marcha*, tendremos un catalizador más para *La Gran Apuesta a Largo*.**

Oro (izda.), en USD, y oferta monetaria M2 del G20 (dcha.), en millones de USD, 01/1970–04/2025



Fuente: Charlie Morris, LSEG, Incrementum AG

El precio encubierto del oro

Encontramos la verdad entre las sombras.
El Caballero Oscuro

En nuestro informe *In Gold We Trust*, siempre hacemos referencia al concepto del precio encubierto (o subyacente) del oro (SGP, Shadow Price of Gold)[18] . Este concepto que subraya la función de reserva de valor del oro queda muchas veces en el olvido, al igual que las películas de culto de los años ochenta. Pero del mismo modo que revivió *Top Gun* después de 36 años, el oro ha vuelto a ponerse en escena y cada vez lo hace con más fuerza. El precio *encubierto*, o precio subyacente del oro se refiere al precio teórico del oro en el supuesto que la masa monetaria básica estuviera totalmente respaldada por oro. **En teoría, sería posible volver a tener una moneda totalmente respaldada por oro si el precio del oro alcanzase su precio encubierto.**

Estos cálculos no son en absoluto un juego mental: el acuerdo de Bretton Woods calculaba así el tipo de cambio entre el dólar estadounidense y el oro: Base monetaria de EE.UU. dividida por las tenencias de oro de EE.UU. La siguiente tabla muestra los precios encubiertos del oro si éste diera cobertura total a las masas monetarias M0, M1 y M2.

Precio encubierto (o subyacente) que tendría que tener el oro para respaldar la circulación de las diversas masas monetarias, 12/2024

Precio encubierto del oro en:	precio M0	precio M1	precio M2
USD	21.416	70.368	82.223
EUR	13.457	30.611	45.050
GBP	9.753	223.535	309.741
CHF	15.462	19.022	29.101
JPY	4.191.397	40.443.307	46.325.969
CNY	174.649	915.546	4.284.375

Fuente: Trading Economics, Incrementum AG

Lo único nuevo en el mundo es la historia que no conoces
Harry Truman

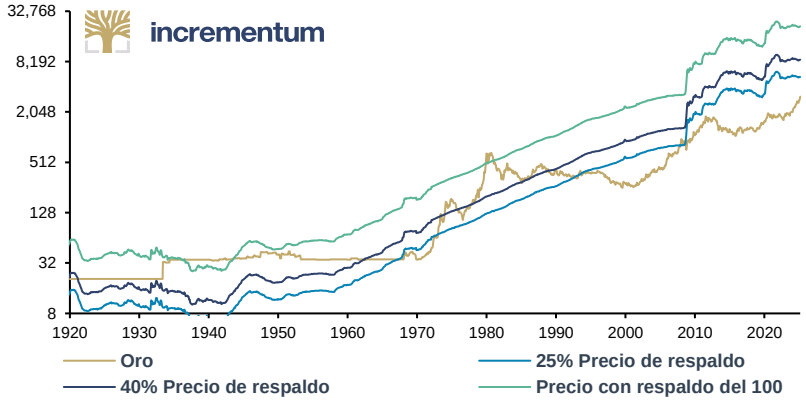
¿Cómo debe interpretarse esta tabla? Si el precio del oro alcanzase los 21.416 USD, la totalidad de la base monetaria M0 del dólar estadounidense estaría cubierta al 100% por las reservas de oro de la Reserva Federal – más exactamente, por certificados de oro valorados a precios de mercado. En la eurozona sería algo menos de 13.500 euros. Si se aplicara la misma lógica al agregado monetario más amplio M2, una cobertura del 100% se traduciría en un precio del oro de 82.223 USD para EE.UU. y 29.101 CHF para Suiza, por ejemplo.

Mientras exista el sistema monetario de deuda, la oferta monetaria debe crecer para que el sistema no colapse.
Thomas Mayer

Históricamente, sin embargo, la norma han sido diferentes formas de cobertura parcial. Por ejemplo, la Ley de la Reserva Federal de 1914 estipulaba una cobertura de oro de al menos el 40%. Para cumplir este requisito hoy en día, el precio del oro tendría que subir a 8.566 USD. De 1945 a 1971, sólo se exigía una cobertura del 25%, lo que para cubrir la masa monetaria M0 hoy en día correspondería a un precio subyacente del oro de 5.354 USD.

[18] *Véase* "Posibles objetivos para el precio del oro", informe *In Gold We Trust* 2011; *véase* "Las características de la cartera de oro", informe *In Gold We Trust* 2018.

Relación entre el precio del oro y la base monetaria (log), en USD, 01/1920–03/2025



Fuente: Nick Laird, Reserva Federal de St. Louis, LSEG, Incrementum AG

Los bancos centrales y los ministerios de finanzas no poseen suministros de cobre, aluminio o acero, y sin embargo poseen oro. La única explicación para los acaparamientos de oro de los bancos centrales es la obvia: el oro es dinero.
James Rickards

El valor recíproco del precio encubierto del oro basado en los precios de mercado actuales nos indica cual es el nivel de cobertura de la base monetaria y refleja el estado de estabilidad monetaria. En el mercado alcista del oro de la década de 2000, la cobertura daba por el oro a la base monetaria se triplicó, pasando del 10,8% al 29,7%. Un índice de cobertura comparable en la actualidad sólo se produciría si el precio del oro casi se duplicara hasta superar los 6.000 dólares. Históricamente, la cobertura del oro alcanzó valores superiores al 100% en las décadas de 1930, 1940 y 1980. El valor récord del 131% de 1980 correspondería a un precio del oro de unos 30.000 USD. **En la actualidad, la tasa de cobertura del oro de la base monetaria de los EE.UU. es sólo del 14,5%. Dicho crudamente: Sólo 14,5 céntimos de cada dólar estadounidense están actualmente respaldados por oro, el 85,5% restante es aire.**

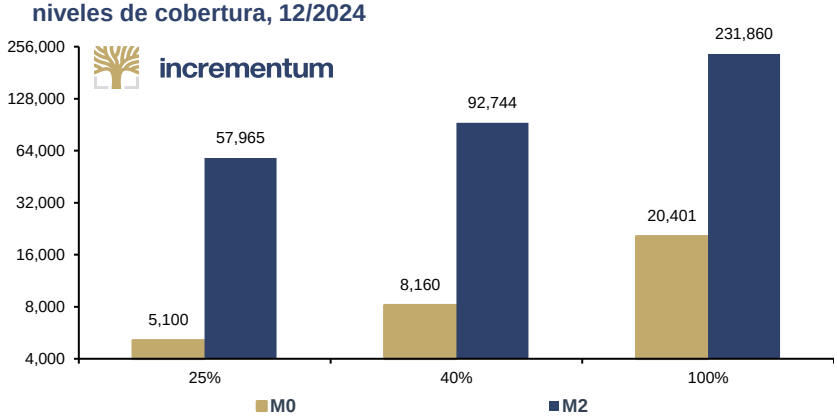
Porcentaje de la base monetaria respaldada por oro 01/1920–03/2025

Fuente: Nick Laird, Reserva Federal de St. Louis, LSEG, Incrementum AG

El precio encubierto internacional del oro muestra cuánto tendría valer el oro si la masa monetaria (M0 ó M2) de las principales zonas monetarias – EE.UU., zona del euro, Reino Unido, Suiza, Japón y China – estuviera cubierta por las reservas de oro de los bancos centrales en proporción a su participación en el PIB mundial. Esta visión revela de forma impresionante el alcance de la expansión monetaria: Con una cobertura del 100% de la masa monetaria M2, aunque sea puramente teórica, el precio del oro

superaría los 231.000 USD; incluso con una cobertura moderada del 25%, se situaría en torno a los 58.000 USD.

Precio internacional del oro encubierto en USD* a distintos niveles de cobertura, 12/2024



Fuente: Trading Economics, Incrementum AG
*Cálculo basado en M0/M2 de EE.UU., la zona euro, el Reino Unido, Suiza, Japón y China, luego ponderado por el PIB y homogeneizado.

El oro es el vértice de la pirámide de Exter. En tiempos de crisis, todo desciende por la pirámide hacia el oro. No es el oro lo que cambia, es todo lo demás lo que se desinfla.
John Exter

Estos precios del oro en la sombra revelan dos cosas: en primer lugar, la enorme sobre expansión de la oferta monetaria actual en relación con la cantidad de oro disponible y, en segundo lugar, el potencial a largo plazo del oro en caso de que se remonetizara en el curso de una reorganización del sistema monetario mundial mediante el restablecimiento de la obligación de rescate del oro. **Por lo tanto, el precio encubierto del oro sirve de brújula estratégica para los inversores que ven en el oro no una materia prima, sino un ancla monetaria.**

¿Quo Vadis, Aurum?

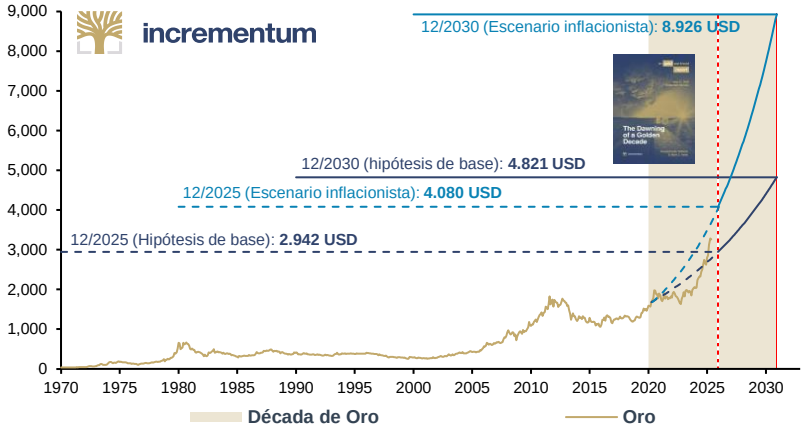
Actualización de la previsión del precio del oro hasta el final de la década

Nunca te dejes limitar por la limitada imaginación de los demás.
Mae Jemison

Tras estas consideraciones teóricas, ahora queremos volver al duro terreno de la realidad de los inversores. Ahora, en el ecuador de la *década dorada*, es el momento adecuado para hacer balance. Presentamos nuestro *modelo* patentado *Incrementum Gold Price Model* en el informe *In Gold We Trust* 2020, "The Dawning of a Golden Decade" (El Amanecer de una Década Dorada). En este modelo, empleamos datos históricos para pronosticar diferentes escenarios en relación con el crecimiento de la masa monetaria y la tasa de cobertura del oro implícita, asignando probabilidades a cada resultado.

El objetivo de precio que dimos para la década de 2020 de unos 4.800 USD en el escenario base, que entonces parecía un espejismo lejano para muchos inversores y analistas, está ahora tomando forma. A 30 de abril, el precio del oro ya cotiza muy por encima del objetivo provisional calculado de 2.942 dólares que preveíamos para finales de 2025. **Este objetivo se basa en un incremento medio anual del precio del oro de "sólo" el 7%.**

Proyección del precio del oro hasta 2030: Oro, en USD, 01/1970–12/2030



Fuente: LSEG, Incrementum AG

La propuesta fiscal de Trump de sustituir una parte importante de los ingresos del impuesto sobre la renta por aranceles es una receta para la madre de todas las estanflaciónes.
Larry Summers

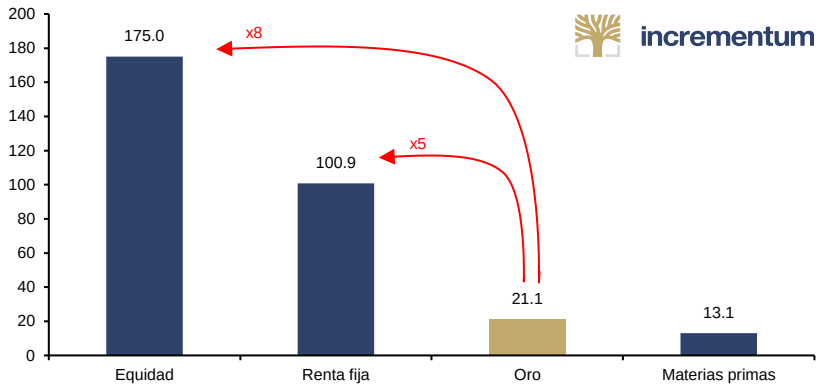
Dado el reciente impulso del mercado del oro, merece la pena analizar nuestro escenario alternativo: Ya en 2020, señalamos la posibilidad de una década inflacionista o estanflacionista, como en los años setenta. Para este escenario *de riesgo de cola*, atribuimos un aumento del precio del oro hasta unos 8.900 USD al final de la década, lo que – basándonos en los niveles de precios actuales– aún correspondería a un crecimiento considerable de alrededor del 19% anual. El objetivo intermedio aritmético para este escenario es de 4.080 USD a finales de 2025. **Desde la perspectiva actual, un precio dentro de la horquilla de los dos escenarios a finales de la década parece realista. El precio que alcance dentro de la banda prevista de 4.800 a 8.900 dólares depende sobre todo del grado de inflación que veamos en los próximos cinco años.**

La gran rotación: ¿Hasta qué punto brillará *el oro de rendimiento*?

Hoch werd' ma's nimmer g'winna... (No ganaremos por mucho)
Anton Pfeffer

Aunque el oro está volviendo lentamente al candelero, la gran fiebre del oro de los inversores financieros occidentales aún está lejos: En el primer trimestre de 2025, los ETFs de oro registraron la segunda mayor entrada trimestral jamás medida en dólares estadounidenses, con 21.100 millones de USD. Sin embargo, debido a la fuerte subida del precio del oro, se trata sólo de la décima mayor entrada trimestral de la historia, medida en toneladas. **Además, las entradas actuales en los ETFs de oro siguen estando muy por detrás de las de los ETFs de renta variable y renta fija**, más o menos tan por detrás como lo estaba Austria en el descanso de la legendaria derrota por 0:9 contra España. O, como dijo irónicamente el entrenador Toni Pfeffer en el descanso cuando el marcador ya estaba a 0 a 5 en contra y le preguntaron si Austria podía remontar, "Hoch werd' ma's nimmer g'winna.". ("Bueno, no creo que ganemos por mucho".)

Entradas en ETF, en miles de millones USD, T1/2025



Fuente: State Street Global Advisors, Consejo Mundial del Oro, Incrementum AG

El tonto cree que no necesita adaptación, hasta que la rotación le aplasta.
Nassim Taleb

Ahora vemos cada vez más oportunidades en los activos que resumimos en "The New Gold Playbook" bajo el término *oro de rendimiento*: **plata, acciones mineras y materias primas, que han salido a la palestra al rebufo del oro, aunque todavía con cautela.**[19]

Los inversores quieren certidumbre, pero la asimetría disminuye mucho cuando hay certidumbre.
Trader Ferg

La siguiente tabla ilustra el potencial de la plata, las acciones mineras y las materias primas en el contexto de los mercados alcistas históricos del oro. La comparación de los resultados de la década actual con los de las décadas de 1970 y 2000 muestra un considerable potencial de recuperación para la plata y las acciones mineras en particular.

Rentabilidad del oro, la plata, las acciones mineras* y las materias primas en las décadas alcistas, en USD, 12/1969-04/2025**

	1970s			2000s			2020s		
	1er semestre	2º semestre	Total***	1er semestre	2º semestre	Total***	1er semestre	2º semestre	Total***
Oro	452%	162%	2.259%	52%	150%	555%	73%	25%	118%
Plata	167%	525%	2.663%	26%	111%	788%	65%	11%	84%
Acciones mineras	363%	17%	1.292%	191%	89%	749%	17%	41%	65%
Materias primas	379%	44%	754%	93%	-18%	103%	38%	0%	38%

Fuente: LSEG, Incrementum AG
*BGMI 12/1969–05/1996, HUI 05/1996–. **Índice GSCI TR. ***Inicio de la década hasta el máximo.

No creo que haya límites.
Usain Bolt

Nuestra tesis es que el oro siempre va en cabeza, seguido de la plata, las acciones mineras y las materias primas. La dinámica se asemeja a una carrera de relevos: El oro toma la salida, marca el ritmo y tira del pelotón. A continuación, la plata, los valores mineros y las materias primas toman el relevo.

Plata

Cuando caces elefantes no te distraigas persiguiendo conejos.
T. Boone Pickens

La relación oro/plata se situó en 100,9 a finales de abril, lo que la sitúa en el percentil 100, un nivel que, por lo demás, sólo se alcanzó al principio de la pandemia de Covid-19. La mediana a largo plazo desde 1970 es de 62,8, lo que subraya aún más la sorprendente divergencia actual. **En el pasado, condiciones extremas similares han ido seguidas de un rendimiento superior de la plata.**

[19] *Véase* el capítulo "1970s, 2000s, 2020s...: A déjà vu in two acts - Act Two" en informe *In Gold We Trust* 2025 "The Big Long", así como "Mastering the New Gold Playbook", informe *In Gold We Trust* 2024.

Relación oro/plata, 01/1970–04/2025

Fuente: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG

En los últimos 125 años, la relación sólo ha pasado breves momentos por encima del nivel 100; extremos como éste no suelen persistir mucho tiempo. Si la historia sirve de guía, en mi opinión no parece el momento de ser demasiado bajista con la plata.
Tavi Costa

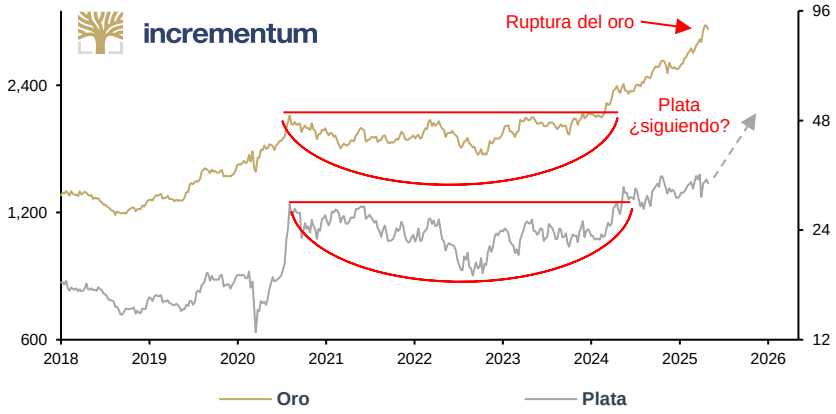
Fundamentalmente, todo parece estar en su sitio para el hermano pequeño del oro: La plata registró un déficit de oferta por cuarta vez consecutiva en 2024. La demanda superó a la oferta en 148,9 millones de onzas (Moz). En el periodo de 2021 a 2024, el déficit acumulado ascendió a 678 Moz, lo que equivale a diez meses de producción minera mundial. **Para 2025, *el Instituto de la Plata* prevé un nuevo déficit de oferta de 117,6 Moz.**

Esta escasez se debe principalmente al actual auge de las aplicaciones fotovoltaicas. Este sector clave de la transición energética, dominado por China, es ahora el segundo mayor impulsor de la demanda de plata después de la joyería y fue responsable de una demanda de 197,6 Moz en 2024.

No deje que la volatilidad de la plata le asuste. En lugar de eso, haz que trabaje para ti.
Peter Krauth

Además, la plata ha superado al oro en 6 de los 7 últimos mercados alcistas desde 1967. No obstante, la evolución del precio del metal blanco se ha mantenido hasta ahora por debajo de la media histórica, lo que abre una atractiva oportunidad de inversión, siempre que la plata logre por fin materializar su potencial como *oro de rendimiento*.

Oro (izda., log), en USD, y plata (dcha., log), en USD, 01/2018–04/2025



Fuente: LSEG, Incrementum AG

La demanda de inversión podría convertirse en el verdadero motor del precio de la plata en 2025. El explosivo crecimiento de las tenencias de PTE indios – con un 40 % de las entradas de inversión privada y un 70 % de inversión neta de Moz – apunta actualmente a un cambio en la dinámica del mercado.

Se gana dinero con el delta entre precio y valor.
Rick Rule

Acciones mineras

Mientras que el precio del oro ha alcanzado innumerables nuevos máximos históricos en los últimos meses, el HUI cotiza en torno a un 40% por debajo de su máximo histórico de 635 en septiembre de 2011. A pesar del aumento del 27% del precio del oro en el año natural 2024, el GDX y el GDXJ solo ganaron un 10,1% y un 14,9%, respectivamente. En los cuatro primeros meses de 2025, el rendimiento fue mucho más positivo: 42,5% (HUI), 44,5% (GDX) y 43,6% (GDXJ); pero las mineras siguieron siendo incapaces de emanciparse realmente del precio del oro. El apalancamiento a menudo propuesto de alrededor de 3:1 frente al precio del oro ni siquiera ha estado cerca de realizarse hasta ahora.

Oro y HUI, 100 = 01/2000, 01/2000–04/2025

Fuente: LSEG, Incrementum AG

Un vistazo a la cuota de mercado de los ETFs mineros dentro del conjunto del mercado de ETFs muestra que la fiesta aún no ha empezado. Los ETFs mineros de oro representan actualmente solo el 0,27% de todos los activos invertidos en ETFs. En su punto álgido en 2011, la cuota era del 1,4% y, por tanto, 5 veces superior.

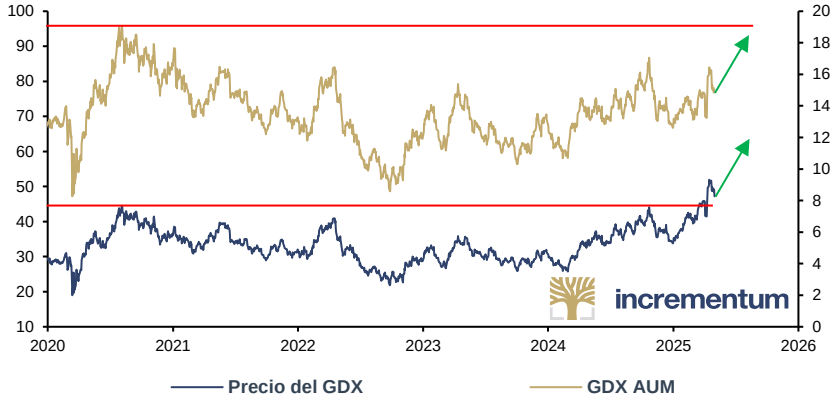
Cuota de mercado de los ETF de mineras de oro* (izda.) y ratio oro/S&P 500 (dcha.), 01/2006–04/2025

Fuente: LSEG, Incrementum AG
*AUM de ETFs de mineras de oro/AUM de todos los ETFs de renta variable

Aunque el GDX ya ha superado su máximo de 2020, los inversores en ETFs están actuando con moderación. **Con unos 15 000 millones de USD, los actuales activos gestionados del GDX están 4 000 millones de USD por debajo del nivel de 2020.** Esta discrepancia entre la evolución de los precios y las

entradas de capital sugiere que una parte significativa de los inversores en ETFs se mantiene al margen.

Precio del GDX (izda.), en USD, y AUM del GDX (dcha.), en miles de millones de USD, 01/2020–04/2025



Fuente: LSEG, Incrementum AG

Las inversiones a contracorriente son intrínsecamente dolorosas. Van en contra de la naturaleza humana y son profundamente incómodas. Por eso funcionan para el inversor paciente.
Rob Arnott

El sector sigue aferrándose a la negativa reputación del ciclo pasado, y en nuestra opinión, erróneamente.[20] Esto se debe a que muchas empresas actúan ahora de forma mucho más cautelar y se centran cada vez más en la optimización del flujo de caja y en los márgenes, lo que aumenta significativamente su reticencia a verse expuestos a una caída de los precios del oro. La caída del precio del petróleo tampoco ayuda. **Tanto la infravaloración absoluta como la relativa son notables.**

	Mineras de oro (GDX)	S&P 500	Análisis
EV/EBITDA	9,22x	16,34x	GDX más barato
Precio/Flujo de caja	10,71	16,41	GDX más barato
Deuda neta/ EBITDA	0,32	1,48	GDX fracciones de deuda
Total Deuda/ Activo total	13,94%	29,92%	GDX menos apalancado
Margen neto	17,05%	11,24%	GDX ~50% más alto

Fuente: Factset, Incrementum AG

Las adquisiciones son como la ruleta rusa: La mayoría de las recámaras en el tambor están vacías, pero una te matará.
Ray Dalio

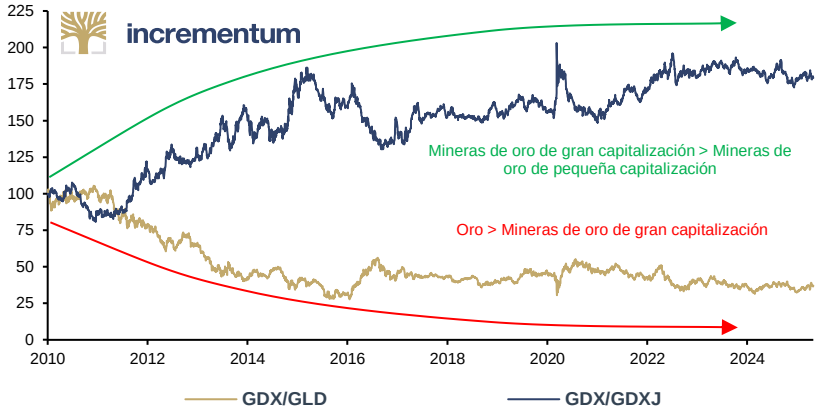
Sin embargo, la afluencia de fondos para nuevos proyectos sigue siendo insuficiente. Para colmar las lagunas de producción, la actual ola de fusiones y adquisiciones en el sector minero está cobrando impulso. Operaciones recientes como las de Lundin/Filo, Gold Fields/Osisko y Equinox/Calibre demuestran que, hasta ahora, las adquisiciones se han centrado en empresas de mediana capitalización. Sin embargo, el verdadero cambio de las reglas del juego está aún por llegar: la próxima fase consistirá en mega adquisiciones de grandes capitalizaciones financiadas con márgenes y flujos de caja libres sin precedentes, impulsados por las acuciantes necesidades de reposición de reservas (42 Moz anuales) y el descenso de la calidad de los yacimientos. La caída de los tipos de interés beneficiará al sector de dos maneras: a través de los menores costes de capital para la industria intensiva en capital y el creciente atractivo de los dividendos de la minería del oro.

[20] Véase el capítulo "El rompecabezas de las mineras de oro en este ciclo de mercado: ¿Crecer o ahorrar?" y "Rendimiento del oro - ¿Es el momento de las acciones mineras?" en *In Gold We Trust* 2025 "The Big Long".

Una base sólida es comprar con una valoración baja.
Ian Cassel

En el sector del oro, hay una discrepancia entre el valor del oro y el valor de las mineras, y también existe una disparidad entre las empresas de gran y pequeña capitalización. Estas son claramente señales de cautela y muestran la actual aversión al riesgo. Si la tendencia alcista del precio del oro se sostiene, los inversores podrían verse atraídos por la valoración y el potencial de rendimiento del sector minero**, desencadenándose una nueva fase de fortaleza con mayor propensión al riesgo, especialmente en el segmento de las empresas mineras de pequeña y mediana capitalización.** En este escenario, es probable que se reduzca la brecha existente entre las empresas de pequeña y gran capitalización que viene produciéndose desde 2010/2011.

GDX/GLD y GDX/GDXJ, 100 = 01/2010, 01/2010–04/2025



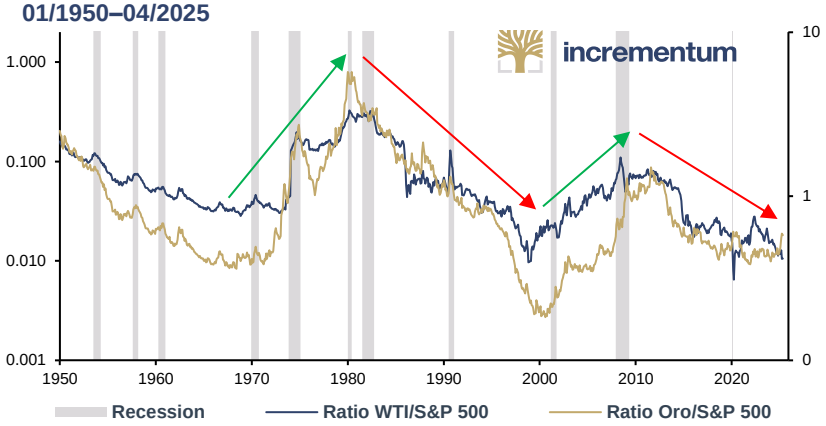
Fuente: LSEG, Incrementum AG

Materias primas

En las materias primas se necesita un estómago de acero y un horizonte de décadas.
Jim Rogers

El ciclo de las materias primas está actualmente en una pausa por agotamiento. La reciente discrepancia entre el precio del oro y el del petróleo es especialmente llamativa. Últimamente, la incertidumbre en torno a la nueva política arancelaria de EE.UU. ha tenido un impacto especialmente negativo en los precios de las materias primas. **Históricamente, es frecuente ver fases de desacoplamiento entre los precios del oro y del petróleo, pero por lo general los super ciclos de las materias primas están en gran medida sincronizados, aunque los respectivos puntos de inflexión se desplacen a veces en el tiempo.** Esto puede ilustrarse comparando el comportamiento relativo del oro y el petróleo frente al S&P 500.

Ratio WTI/S&P 500 (izda., log), y Ratio Oro/S&P 500 (dcha., log), 01/1950–04/2025



Fuente: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG

La economía china es un océano, no un pequeño estanque.
Xi Jinping

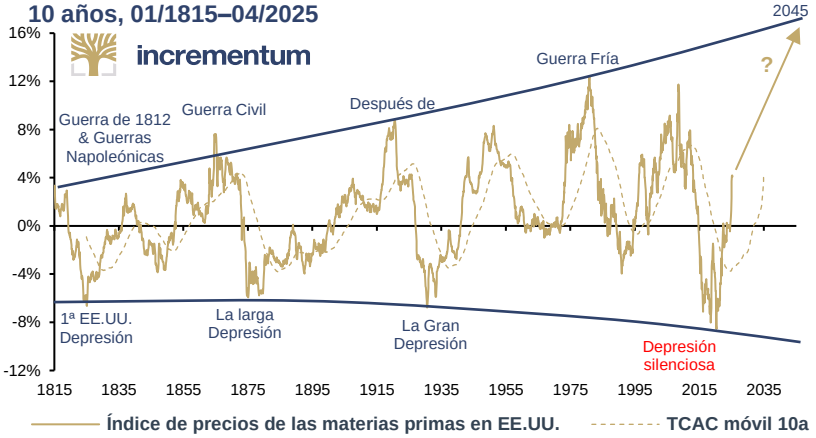
A medio plazo, el mercado de materias primas reflejará las nuevas realidades geopolíticas: A medida que EE.UU. reduce su papel de liderazgo mundial, Europa, China y el resto del mundo amplían sus infraestructuras de defensa y energía, impulsando la demanda de materias primas estratégicas. En un mundo en el que las certezas geopolíticas se desmoronan, tanto las naciones como las empresas se verán obligadas a acaparar recursos estratégicos.

China está acelerando esta tendencia desvinculando selectivamente algunas de sus exportaciones de materias primas: Por ejemplo, la cuota de exportación de tierras raras a Estados Unidos ha disminuido del 19,2% (2018) al 14,7% (2024). Además Pekín controla el 60% de la producción mundial de tierras raras y controla el 90% de su procesamiento. Este dominio se ve aún más acentuado por las restricciones selectivas a la exportación, especialmente en lo que a los EE.UU. se refiere, y crea un riesgo estructural en la cadena de suministro. **Las materias primas se han convertido desde hace tiempo en un instrumento de poder geoeconómico, como arma y como póliza de seguros. Si se quiere invertir con éxito en este entorno, hay que comprender las nuevas estructuras de poder y la presión política que ejercen ciertas materias primas.**

La retirada de Estados Unidos tras los muros de Fort Monroe debería llevar a todas las grandes economías a aumentar sus reservas de materias primas.
Louis-Vincent Gave

Sin embargo, también hay posibles desencadenantes alcistas a corto plazo: Una relajación de la política monetaria podría anunciar el próximo repunte, acompañada de un dólar estadounidense más débil y de estímulos expansivos de la política fiscal y monetaria de China. Además, la creciente demanda de la industria de defensa y las inversiones en transformación ecológica refuerzan esta tendencia. Sobre una base móvil a diez años, los rendimientos aún tienen mucho margen de mejora.

Índice de precios de las materias primas de EE.UU., TCAC móvil de 10 años, 01/1815–04/2025



Fuente: Informe Stifel, LSEG, Incrementum AG

Bitcoin

Soy un poco dinosaurio, pero me he dado cuenta de que Bitcoin podría ser una clase de activo muy atractiva como reserva de valor.
Stanley Druckenmiller

¿Podría Bitcoin también salir ganando de la actual reordenación del (des)orden mundial? Frente a las crecientes tensiones geopolíticas, las ventajas de una criptodivisa descentralizada como Bitcoin parecen obvias. Gracias a su independencia del control estatal y a su capacidad para realizar transacciones transfronterizas, Bitcoin ofrecería efectivamente una alternativa a las monedas tradicionales. **Con la aprobación de la ley para introducir una *reserva estratégica de Bitcoin*, EE.UU. también ha entrado en la carrera por el oro digital a nivel estatal.** [21]

El bitcoin y el oro son los dos activos alternativos más líquidos del mundo. No compiten entre sí, desempeñan papeles diferentes, tienen un atractivo transfronterizo y cultural global, y se unen como cobertura contra la inflación en cualquier época del año.
Charlie Morris

Sin embargo, aún queda mucho camino por recorrer antes de que el oro sea sustituido por Bitcoin. La capitalización de mercado de todo el oro extraído a 30 de abril es de aproximadamente 23 billones de dólares (trillones USA), 217.465 toneladas a un precio de 3.288 dólares la onza. A un precio ligeramente inferior a 94.200 USD por Bitcoin a finales de abril, la capitalización de mercado de Bitcoin se sitúa en torno a 1,9 billones de dólares (trillones USA). Esto equivale aproximadamente al 8% de la capitalización bursátil del oro. De acuerdo con nuestras previsiones sobre el precio del oro con un horizonte temporal hasta finales de 2030, es concebible que Bitcoin alcance una capitalización de mercado del 50% en relación con el oro para entonces. **Si ahora asumimos nuestro objetivo conservador de precio del oro de alrededor de 4.800 USD, el precio de Bitcoin tendría que subir hasta alrededor de los 900.000 USD para alcanzar el 50% de la capitalización de mercado del oro.** Esto puede resultar ambicioso, pero en última instancia sería coherente con el comportamiento histórico de ambos activos.

[21] *Véase* el capítulo "Un punto de inflexión monetario: el ascenso de Bitcoin a moneda de reserva estratégica" de este informe *In Gold We Trust.*

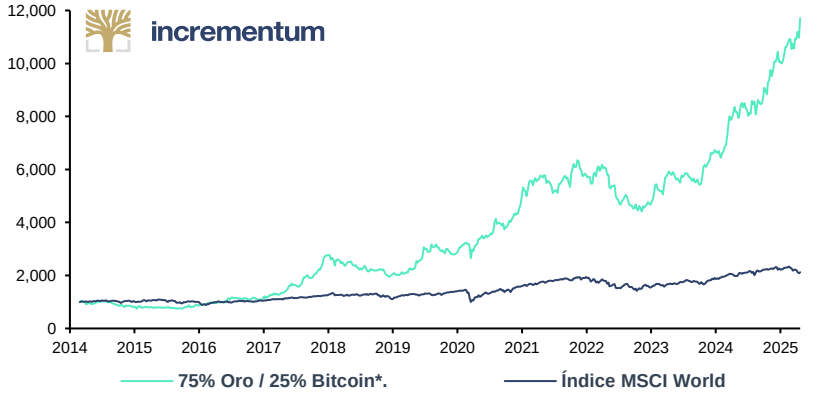
Capitalización bursátil del oro y el bitcoin (izda.), en miles de millones de USD, y ratio entre la capitalización bursátil del bitcoin y la del oro (dcha., log), 01/2013–12/2030*.

Fuente: LSEG, World Gold Council, coinmarketcap.com, Incrementum AG
*Basado en la oferta prevista de Bitcoin a finales de 2030 y en la oferta de oro a finales de 2030, suponiendo un crecimiento anual de la oferta del 1,5%.

No sé a dónde quiero llegar, pero prometo que no será aburrido.
David Bowie

El hecho de que al oro le haya salido un competidor en el universo de los activos no inflacionistas no es necesariamente una desventaja en sí misma. Según el lema "la competencia estimula el negocio", es probable que cada vez más inversores se den cuenta de que una inversión combinada en oro y Bitcoin es superior a las respectivas inversiones individuales sobre una base ajustada al riesgo. **Nuestro credo durante años ha sido: *"Oro para la estabilidad, Bitcoin para la convexidad"*.** Aunque las dos clases de activos sean diferentes, comprar ambos activos es una decisión activa de dar la espalda al mundo fiduciario.[22]

75% Oro / 25% Bitcoin*, y Índice MSCI World, 1.000 = 02/2014, 02/2014–04/2025



Fuente: LSEG, Incrementum AG
*Reequilibrio semanal

[22] Encontrará más información sobre nuestras estrategias de inversión en www.incrementum.li/investmentfonds. Para los entusiastas del Bitcoin, también ofrecemos una publicación trimestral, "The Bitcoin Compass", que puede descargarse gratuitamente: https://www.incrementum.li/en/incrementum-bitcoin-compass/.

¿La gran corrección? – ¿Qué factores apuntan a una corrección del precio del oro?

A pesar de la intacta tendencia alcista a largo plazo, es probable que se produzca una corrección, según nuestros análisis. **Los siguientes factores sugieren una fase temporal de debilidad:**

- **Los bancos centrales como riesgo clave**: Un descenso inesperado de la demanda de los bancos centrales desde la media actual de 250 toneladas por trimestre podría retirar la demanda estructural.
- **Disminución del riesgo de los inversores y reducción de posiciones**: Las ventas masivas como las de abril, inmediatamente después del Día de la Liberación, muestran la rapidez con que se reducen las posiciones especulativas. Tampoco puede descartarse una recogida de beneficios por parte de los grandes inversores, especialmente si disminuye la volatilidad en el mercado de renta variable estadounidense.
- **Disminución de la prima geopolítica**: Un acuerdo en la guerra de Ucrania, la resolución de la situación en Oriente Medio o rápido fin de la guerra comercial, en particular con China, reducirían significativamente las respectivas primas geopolíticas y debilitarían el precio del oro.
- **La economía estadounidense, más fuerte de lo esperado**: La solidez de la economía estadounidense podría inducir a la Reserva Federal a endurecer los tipos de interés.
- **Riesgos técnicos y de sentimiento elevados:** El sentimiento es alcista y el posicionamiento es extremo en algunos casos.
  Fortalecimiento del dólar estadounidense: El dólar estadounidense está sobrevendido a corto plazo y el sentimiento es muy negativo.

La situación del mercado a corto plazo es tensa; una corrección a ~2.800 USD no parece descabellada . Un mercado lateral temporal también sería concebible como parte de una consolidación de precios y, en última instancia, sería saludable para el mercado alcista. **Esto no pondría en peligro en modo alguno nuestra *Gran Apuesta a Largo* a medio y largo plazo para el oro.**

Oro, en USD, 01/1970–04/2025

Fuente: LSEG, Incrementum AG

La Gran Apuesta a Largo: ¿El auge del *cisne dorado*?

El oro se revalorizará una vez en la vida; eso será mucho más que suficiente.
Otro

En la película *The Big Short* (Traducida el Español como "La Gran Apuesta") fuimos testigos de una decisión de inversión estratégica contra un sistema financiero disfuncional que se encontraba en la fase final de la exuberancia irracional. ***The Big Long (La Gran Apuesta a Largo)* es una decisión de inversión estratégica basada en varios pilares que se refuerzan entre sí:**

- la inevitable reestructuración del sistema financiero y monetario mundial ante las profundas turbulencias políticas y económicas.
- una actitud inflacionista por parte de los gobiernos y los bancos centrales: el cambio climático monetario.[23]
- la reactivación económica de las regiones con afinidad por el oro, en particular Asia y el mundo árabe.
- la reasignación del capital alejándose cada vez más de los activos estadounidenses (USD, acciones estadounidenses, bonos del Tesoro estadounidense), que han robado el protagonismo al oro durante muchos años.
- el rendimiento esperado *del oro de rendimiento*, es decir, la plata, las acciones mineras y las materias primas.

Creo que estamos en un mercado alcista del oro a largo plazo. Los bancos centrales están acumulando reservas. Lo sigo de cerca. Es mi mayor posición.
Scott Bessent

El paralelismo con *The Big Short* no es una coincidencia: Al igual que ocurrió con los inversores minoritarios que comulgaban con Michael Burry en la década de los 2000, muchos inversores -incluidos muchos lectores del informe *In Gold We Trust*- que ven las distorsiones fundamentales que se están produciendo en el mercado, podrán sin duda salir siendo los grandes beneficiados de este *Big Long (La Gran Postura a Largo)*. Estos inversores, que piensan de acuerdo a los principios de la Escuela Austriaca, han sido *ridiculizados* como *"escarabajos de oro"* durante décadas. **Los crisófilos y los defensores del *sound money* (dinero de verdad) ven confirmadas sus tesis por la actual evolución del mercado.**

Soy optimista. No parece que sirva de mucho ser otra cosa.
Winston Churchill

El oro, la reserva de valor más antigua de la humanidad, emite señales claramente visibles. Sin embargo, el extraordinario repunte del precio del oro de los últimos trimestres podría ser algo más que un simple reflejo de las crisis; podría ser el primer presagio de un *momento de cisne dorado*: una señal rara pero enormemente positiva para el oro en la vorágine de la agitación mundial. Mientras el sistema monetario actual pierde cada vez más credibilidad, es cada vez más probable que el oro recupere su papel tradicional como activo monetario, posiblemente en forma de activo de liquidación supranacional, no como instrumento de poder político, sino como base neutral y libre de deuda para el comercio, el intercambio y la confianza. **El oro es un ancla monetaria que podría sentar las bases de una era más tranquila, estable y pacífica.**

Sea cual sea el resultado, a la vista del clima geopolítico y económico, una cosa es segura:

IN GOLD WE TRUST (EN EL ORO CONFIAMOS)

[23] *Véase* "El oro y el cambio de las mareas monetarias", informe *In Gold We Trust* 2018.

Sobre nosotros

Ronald-Peter Stöferle, CMT

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

Estudió administración de empresas y finanzas en Estados Unidos y en la Universidad de Economía y Administración de Empresas de Viena, y durante sus estudios también adquirió experiencia laboral en la mesa de operaciones de un banco. Tras graduarse, se incorporó al departamento de investigación de Erste Group, donde en 2007 publicó su primer informe "In Gold We Trust". Con los años, este informe se ha convertido en una de las publicaciones de referencia sobre oro, dinero e inflación.

En 2014, Ronnie fue coautor del bestseller internacional *Austrian School for Investors* ("Escuela Austriaca para Inversores") y, en 2019, de *The Zero Interest Trap* ("La Trampa del Interés Cero"). Es miembro del consejo de administración de Tudor Gold Corp. (TUD) y Goldstorm Metals Corp. (GSTM). Además, es asesor de *Von Greyerz AG*, líder mundial en preservación de patrimonio en forma de oro físico almacenado fuera del sistema bancario, así como de metales monetarios. También es miembro del *Consejo Asesor de Monetary Metals*.

Mark J. Valek, CAIA

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

Mientras trabajaba a tiempo completo, Mark estudió administración de empresas en la Universidad de Administración de Empresas de Viena y ha trabajado ininterrumpidamente en mercados financieros y gestión de activos desde 1999. Antes de fundar Incrementum AG, trabajó en Raiffeisen Capital Management durante diez años, más recientemente como gestor de fondos en el área de protección contra la inflación e inversiones alternativas. Adquirió experiencia empresarial como cofundador de philoro Edelmetalle GmbH. Desde 2024, es miembro del *Consejo Asesor de Monetary Metals*. En 2014, fue coautor del libro *Austrian School for Investors* ("Escuela Austriaca para Inversores").

Incrementum AG

Incrementum AG es una empresa de gestión de inversiones y activos gestionada por sus propietarios y con licencia 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 solo en función de la situación económica mundial, sino que también las analizamos siempre en el contexto del sistema monetario global actual. La independencia y la autosuficiencia son pilares de nuestra filosofía, por lo que los cinco socios poseen el 100 % de la empresa.

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 comercializado conjuntamente con la marca Incrementum, como de costumbre.

www.incrementum.li

Nos gustaría agradecer a las siguientes personas por su destacado apoyo en la creación del informe *In Gold We Trust* 2025:

Gregor Hochreiter, Richard Knirschnig, Jeannine Grassinger, Lois Hasenauer-Ebner, Stefan Thume, Theresa Kammel, Rudi Beranek, Daniel Gomes Luis, David Waugh, Handre van Heerden, Katrin Hatzl-Dürnberger, Ted Butler, Thomas Vesely, Katharina Vesely, Niko Jilch, Florian Grummes, Elizabeth und Charley Sweet, Anton Kiener, Matthias Flödl, Kazuko Osawa, Bruce (Yuichi) Ikemizu, Max Urbitsch, Trey Reik, Tavi Costa, Louis-Vincent Gave, Luke Gromen, Grant Williams, Markus Hofstädter, Seasonax, Jochen Staiger, Ilse Bauer, Paul Wong, Fabian Wintersberger, Leopold Quell, Match-Maker Ventures, Harald Steinbichler, Richard Schodde, Silver Institute, dem World Gold Council, Mining Visuals,, todo el maravilloso equipo de Incrementum y, por supuesto, nuestras familias!

Contacto
Sound Money Capital AG
Industriering 21
FL-9491 Ruggell
Fürstentum Liechtenstein

Email: contact@soundmoneycapital.com

Descargo de responsabilidad

Esta publicación tiene fines únicamente informativos y no constituye asesoramiento en materia de inversión, ni una invitación a comprar o vender 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* fueron transferidos a *Sound Money Capital AG* en noviembre de 2023. Por otra parte, el informe sigue siendo de marca compartida con la marca Incrementum como en el pasado.

Los autores han puesto el máximo cuidado en la selección de las fuentes de información utilizadas y (al igual que *Sound Money Capital AG* e *Incrementum AG*) no asumen responsabilidad alguna por la exactitud, exhaustividad o actualidad de la información o de las fuentes de información fuentes de información proporcionadas, ni de ninguna responsabilidad resultante o daños de cualquier tipo (incluidos daños consecuentes o indirectos, lucro cesante o la realización de previsiones realizadas).

Todas las publicaciones de *Sound Money Capital AG* e *Incrementum AG* constituyen, 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 publicada recomendaciones de inversión.

Sound Money Capital AG es plena y exclusivamente responsable del contenido de este informe *In Gold We Trust*.

Copyright: 2025 Sound Money Capital AG. Todos los derechos reservados.

Company Descriptions

Agnico Eagle

Agnico Eagle is a Canadian-based and led senior gold mining company and the third largest gold producer in the world, producing precious metals from operations in Canada, Australia, Finland and Mexico, with a pipeline of high-quality exploration and development projects.

www.agnicoeagle.com

Asante Gold

Asante Gold is on track to develop its +500,000 oz per year production profile through organic growth. With focused acquisitions, we look to grow to +1,000,000 oz/y in West Africa. We believe in responsible development and strive to be Ghana's foremost gold producer and employer of choice.

www.asantegold.com

Barrick

Barrick is a global gold and copper mining company operating in the world's most prolific gold and copper districts and focused on high-margin, long-life assets. The company operates six of the top Tier One gold mines and has one of the deepest project pipelines.

www.barrick.com

Caledonia Mining

Caledonia Mining is a profitable gold producer in Zimbabwe, focused on sustainable operations, dividends and disciplined growth through exploration and development.

www.caledoniamining.com

Cerro de Pasco Resources

Cerro de Pasco Resources is focused on the development of its principal 100% owned asset, the El Metalurgista mining concession, comprising silver-rich mineral tailings and stockpiles extracted over a century of operation from the Cerro de Pasco open pit and underground mine in Central Peru.

www.pascoresources.com

Dolly Varden Silver

Dolly Varden Silver explores high-grade silver and gold in BC's Golden Triangle. The company's Kitsault Valley Project hosts historic high-grade mines, significant discovery upside, and strong support from major backers including Hecla Mining, Eric Sprott, and Fidelity.

www.dollyvardensilver.com

Elementum

Real values. More security for your financial prosperity. Your competent partner for strategic solutions in physical gold and silver. For private individuals, families, employers and employees.

www.elementum-international.ch

EMX

Global royalties. Real returns. EMX delivered $33.1M in revenue and $19.2M EBITDA in 2024 — powered by gold, copper, and a portfolio built for long-term growth.

www.emxroyalty.com

Endeavour Mining

Endeavour Mining (LSE:EDV, TSX:EDV, OTCQX:EDVMF) is a leading global gold producer, committed to responsible mining and delivering meaningful value to people and society.

www.endeavourmining.com

Endeavour Silver

Endeavour Silver is a mid-tier precious metals company with projects across Mexico, Chile, and the U.S. It operates two mines in Mexico, with a third, Terronera, set to begin wet commissioning in Q2 2025.

www.edrsilver.com

First Majestic Silver

First Majestic is a publicly traded silver and gold producer with four underground mines in Mexico. We also offer investment grade bullion direct to consumers through our 100%-owned and operated minting facility, First Mint, LLC.
www.firstmajestic.com

First Mining Gold

First Mining is a gold developer advancing two of the largest gold projects in Canada, the Springpole Gold Project in northwestern Ontario and the Duparquet Gold Project in Quebec.
www.firstmininggold.com

flexgold

flexgold is the smart way to invest in physical precious metals – as flexible and simple as never before. flexgold sets the gold standard for trust, security, and transparency.
www.flexgold.com

Fortuna Mining

Fortuna Mining is a Canadian precious metals producer with operations and exploration activities in Argentina, Burkina Faso, Côte d'Ivoire, Mexico, Peru, and Senegal. We generate shared value for our stakeholders through efficient production, environmental protection, and social responsibility.
www.fortunamining.com

Harmony

Harmony, South Africa's largest gold producer by volume, is expanding its high-grade underground and high-margin surface operations while advancing the Eva Copper project in Queensland, Australia and the Tier-1 Wafi-Golpu copper-gold project in Papua New Guinea.
www.harmony.co.za

Hecla Mining

Founded in 1891, Hecla Mining Company (NYSE: HL) is the largest silver producer in the United States and Canada. In addition to operating mines in Alaska, Idaho, and Quebec, Canada, the Company is developing a mine in the Yukon, Canada, and owns a number of exploration and pre-development projects in world-class silver and gold mining districts throughout North America.

www.hecla.com

McEwen Mining

McEwen Mining, a gold and silver producer, owns 46% of the Los Azules copper project. Led by Rob McEwen ($205M investment, $1/yr salary), we focus on growth and productivity to create shareholder value.

www.mcewenmining.com

Minera Alamos

Minera Alamos is a gold producer ramping up its 100%-owned Santana mine in Sonora, Mexico. It also owns the Cerro de Oro project (Zacatecas) in permitting, and the La Fortuna project (Durango) with a positive PEA and key permits. Currently, the team is fast-tracking the restart of its newly acquired Copperstone mine in Arizona, U.S.

www.mineraalamos.com

Münze Österreich

Internationally renowned for its precious metal processing, Münze Österreich AG produces Austria's circulation coins, Vienna Philharmonic bullion coins in gold, platinum and silver, and gold bars.

www.muenzeoesterreich.at

Newmont

Newmont is the world's leading gold company and a producer of copper, zinc, lead, and silver, with a world-class portfolio in Africa, Australia, Latin America, North America, and Papua New Guinea.

www.newmont.com

North Peak

North Peak, backed by the founders of Kirkland Lake Gold and Rupert Resources, is developing the fully permitted Prospect Mountain property, in the unexplored center of the historic high-grade gold and polymetallic mining camp of Eureka, Nevada, USA.

www.northpeakresources.com

Pan American Silver

Pan American Silver holds a diverse portfolio of silver and gold mines in the Americas where we have been operating for over 30 years, earning a reputation for sustainability, operational excellence, and financial discipline. (NYSE/TSX: PAAS)

www.panamericansilver.com

Royal Gold

Royal Gold is a high-margin precious metals company that generates strong cash flow from a large and well-diversified portfolio of stream and royalty interests located in mining-friendly jurisdictions.

www.royalgold.com

Silver Bullion

Founded in 2009, Silver Bullion is a Singapore precious metal dealer offering storage, testing, and wealth protection at The Reserve, one of the world's largest private vaults.

www.silverbullion.com.sg

Sprott

Sprott is a global leader in precious metals and critical materials investments, with expertise in the mining industry. We offer investments in gold, silver, platinum and palladium, and manage the world's largest physical uranium trust.

www.sprott.com

Tudor Gold

TUDOR GOLD Corp. is an exploration company in the Golden Triangle region of B.C., Canada, which is advancing the Treaty Creek Project that hosts an Indicated Mineral Resource of 27.9 Moz AuEQ @ 1.19 g/t AuEQ including 6.0 Moz AuEQ @ 1.25 g/t AuEQ of Inferred.

www.tudor-gold.com

U.S. Gold

U.S. Gold Corp. is an emerging U.S.-based gold-copper developer poised to become a 110,000+ oz/year producer. With a world-class asset portfolio in Wyoming, Nevada, and Idaho.

www.usgoldcorp.com

VON GREYERZ

At VON GREYERZ, we offer tailored solutions for direct gold ownership, precious metal transportation & secure storage in Swiss vaults – trusted by clients in over 90 countries for more than 25 years.

www.vongreyerz.gold

In Gold We Trust Report