



Nos gustaría expresar nuestro profundo agradecimiento
a nuestros **Socios Premium** por patrocinar
el Informe *In Gold We Trust* 2026

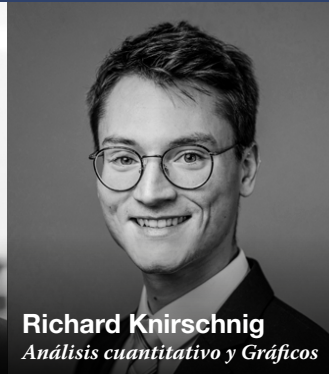
Los detalles sobre nuestros **Socios Premium** se encuentran en la página 50.



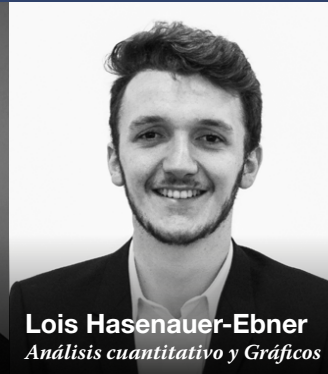
Descargo de responsabilidad: Esta publicación tiene fines meramente informativos y no constituye asesoramiento ni análisis de inversión, ni una invitación a comprar o vender instrumentos financieros. En particular, este documento no pretende sustituir el asesoramiento individual sobre inversiones ni 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 provisiones 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.



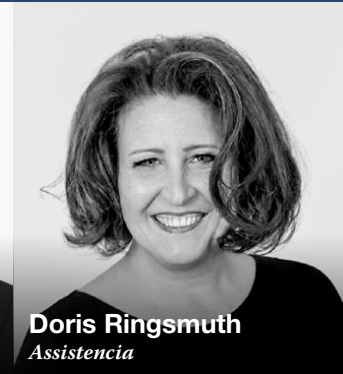
Gregor Höchreiter
Jefe de redacción



Richard Knirschig
Análisis cuantitativo y Gráficos



Lois Hasenauer-Ebner
Análisis cuantitativo y Gráficos



Doris Ringsmuth
Asistencia



Stefan Thume
Diseño web & Media



Abolade Akinfenwa
Colaborador



Peter Árendáš
Colaborador



Ted Butler
Colaborador



Carlo "Migs" Caparas
Colaborador



Florian Grummes
Colaborador



Daniel Gomes Luis
Colaborador



Katrin Hatzl-Dürnberger
Revisión



Felipe Hurtado
Revisión



Theresa Kammel
Colaborador



Lokaa Krishna
Colaborador



Ronan Manly
Colaborador



Paul Mylchreest
Colaborador



Denis Ott
Gráficos



Giovanni Sala
Colaborador



Charley Sweet
Revisión



David Waugh
Colaborador

El equipo *In Gold We Trust*

Esta es la versión resumida del informe *In Gold We Trust* 2026. El informe completo consta de los siguientes 27 capítulos y se puede descargar gratuitamente en inglés o alemán en [ingoldwetrust](https://www.ingoldwetrust.com).

Back to the Monetary Future

Introducción: Regreso al futuro monetario

6

«Regreso al futuro monetario» captura la esencia de los 20 años del informe *In Gold We Trust*: el futuro del dinero reside en su pasado.

La remonetización del oro está en pleno apogeo.

Quo Vadis, Aurum?

24

La Pax Americana y, con ella, el régimen de moneda fiduciaria de 1971, muestran signos inequívocos de agotamiento. Las transiciones entre sistemas monetarios rara vez se desarrollan de forma ordenada. Precisamente por esta razón, hay tres virtudes que cobran más importancia que nunca para los inversores durante estas fases: la orientación, la prudencia y la diversificación.

Sobre nosotros

48

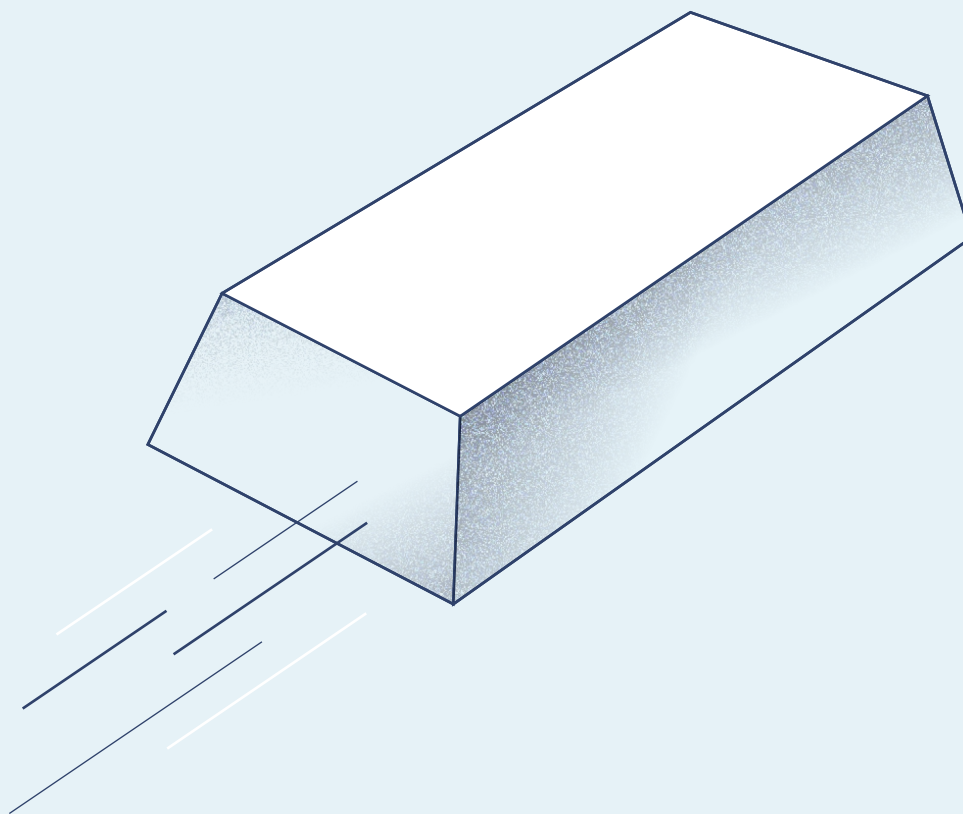
Socios Premium

50

Se puede comprar una versión impresa del informe *In Gold We Trust* 2025 a través de Amazon [aquí](#).



Introducción: Regreso al futuro monetario



Conclusiones clave

- El informe «*In Gold We Trust*» celebra este año su vigésima edición. Cuando se publicó el primer informe en 2007 — entonces por Erste Group —, el oro cotizaba en torno a los 670 dólares estadounidenses. Desde entonces, el precio del oro se ha multiplicado casi por siete, y nuestras tesis fundamentales se han visto confirmadas.
- El título de esta edición «*Regreso al futuro monetario*» resume veinte años de análisis del mercado del oro: el futuro del dinero se ve reflejado en su pasado. Las decisiones de política monetaria y fiscal de 1971, 2008 y 2020 siguen marcando la dinámica actual del mercado.
- La llamada *Pax Americana* — la era marcada por la hegemonía política, militar, económica y, sobre todo, monetaria de los EEUU iniciada a finales de la segunda guerra mundial — está llegando a su fin.
- El mercado alcista de los últimos años se ha visto impulsado por los mercados emergentes afines al oro y por la menguante confianza en el orden internacional. Además, nuevas y posibles oleadas de inflación en Occidente podrían desencadenar una demanda sustancial adicional de oro.
- El mercado alcista (que no) burbuja, confirma que la «*Década Dorada*» que ya anunciamos en el informe *In Gold We Trust* de 2020 está en pleno apogeo. Desde entonces hasta ahora, el precio del oro ha subido un 165 % en dólares estadounidenses. Según la Teoría de Dow, nos encontramos en plena fase de participación pública, la fase más dinámica de un mercado alcista sostenido.

El futuro se asemeja a un pasado que parece muy lejano.

Bridgewater Associates

» *No hay humorista como la historia.*

Will Durant

» *El futuro tiene muchos nombres. Para los débiles, es lo inalcanzable. Para los temerosos, es lo desconocido. Para los audaces, es la oportunidad.*

Victor Hugo

» *Nos encontramos en un momento de la historia en el que la mayoría de las bromas del Día de los Santos Inocentes son prácticamente indistinguibles de la realidad.*

Lyn Alden

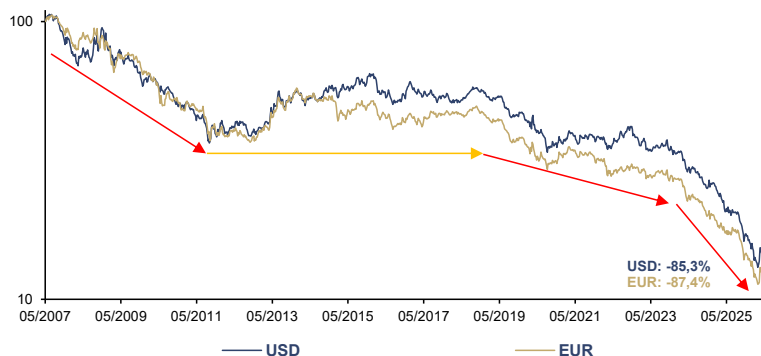
Cuando publicamos la primera edición del informe *In Gold We Trust* en mayo de 2007 — tenía solo 22 páginas —, el mundo era un lugar diferente: George W. Bush estaba en la Casa Blanca; Italia era la vigente campeona del mundo de fútbol; Netflix enviaba DVD por correo; y el iPhone, que Steve Jobs acababa de presentar, aún no había salido al mercado. Una onza de oro se cotizaba en torno a los 670 dólares, y la deuda nacional de EE. UU. se situaba justo por debajo de los 9 billones de dólares, es decir, alrededor del 60 % del PIB.

A excepción de unas pocas oficinas que gestionaban fondos de cobertura en Connecticut, prácticamente nadie había oído hablar del término «*subprime*», y la Reserva Federal, bajo la gestión de Ben Bernanke, estaba considerada como la guardiana infalible de la estabilidad de los precios. La idea de que los bancos centrales pudieran de repente crear billones de la nada, que bajasen los tipos de interés por debajo de cero y que los mismos bancos centrales comprasen bonos del Estado se habría descartado como ciencia ficción monetaria. Y la idea de que un genio anónimo creara el equivalente digital del oro tras escribir un documento técnico de nueve páginas simplemente superaba la imaginación de cualquiera.

Y cuando hablábamos de la *Escuela Austriaca de Economía* en nuestros primeros informes de *In Gold We Trust*, nuestros lectores pensaban que hablábamos de una secta oculta con sede en los Alpes. Dos décadas y varios ciclos crediticios después, el efecto Cantillon, las malas inversiones y la preferencia temporal son ya términos totalmente incorporados en el vocabulario económico. Gran parte del mérito de esto recae sin duda en Satoshi Nakamoto: gracias a Bitcoin, hoy en día, más veinteañeros comprenden los mecanismos del dinero fiduciario mejor de lo que a muchos banqueros centrales les gustaría.

Veinte ediciones después, más de 5000 páginas y tras un aumento del precio del oro de casi el 600 %, nos encontramos ante una realidad que Doc Brown — el científico despistado pero entrañable de la famosa trilogía cinematográfica *Regreso al futuro* — describiría como una «dimensión temporal alternativa». La *Pax Americana* — ese orden político, militar y, sobre todo, monetario que ha dado forma al sistema global desde 1945 — está llegando a su fin. El colapso de la confianza institucional — en los gobiernos, los bancos centrales y el propio sistema de dinero fiduciario — se ha convertido en la principal fuerza impulsora del precio del oro.

USD y EUR (log), en oro, 100 = 05/2007, 05/2007–05/2026



Fuente: LSEG, Incrementum AG



El tema de nuestro número del 20º aniversario, «Regreso al futuro monetario», es más que un guiño cinematográfico a una película de culto de nuestra infancia: es una tesis. Al igual que Marty McFly en *Regreso al futuro* tuvo que darse cuenta de que hay que comprender el pasado para arreglar el presente, **la historia monetaria nos enseña que el futuro del dinero reside en su pasado.**

Regreso al futuro de la confianza: la confianza como fundamento monetario

La confianza es la piedra angular del proceso que venimos documentando desde 2007. La confianza es el vínculo intangible que mantiene unidas a las sociedades, permite la cooperación entre ellas y hace que el futuro parezca predecible. Tony Deden, uno de los pensadores más perspicaces de nuestro tiempo, la denomina la «palanca invisible»: una forma de capital más valiosa que cualquier partida del balance. Sin confianza, no hay relaciones, ni crédito, ni economía, ni dinero.

Por lo tanto, no fue una coincidencia que incluyéramos explícitamente la palabra «*confianza*» en el título del informe *In Gold We Trust* de 2019, «*El oro en la era de la erosión de la confianza*». Simplemente se hacía eco de lo que ha figurado en el titular desde el primer informe en 2007: *In Gold We Trust* «*En Oro Confiamos*». La erosión de la confianza no se ha ralentizado desde entonces, sino que se ha acelerado. La confianza se puede construir a lo largo de décadas, solo para desperdiciarse en segundos. Esta asimetría es el verdadero riesgo. La confianza se erosiona de forma insidiosa, en dosis homeopáticas, hasta que se alcanza un punto de inflexión y se pierde de repente. **«Primero poco a poco, y luego de repente»: Hemingway no podría haber descrito esta dinámica de forma más acertada.**

La polarización política en EE. UU. ilustra hasta qué punto se está erosionando el consenso social. Tras apenas un tras de la victoria electoral de Donald Trump, Zohran Mamdani -un candidato izquierdista del Partido Demócrata- obtuvo una victoria igualmente decisiva en las elecciones a la alcaldía de Nueva York. El tema político determinante de ambas elecciones fue «la asequibilidad», pero las soluciones políticas propuestas por los respectivos ganadores no podrían ser más diferentes. La lucha por la distribución de la riqueza ya no es una teoría abstracta; es el tema central de la política actual. Los paralelismos históricos con *la Edad Dorada* de finales del siglo XIX son sorprendentes: tales picos de desigualdad suelen haber desencadenado grandes revuelos políticos igualmente grandes correcciones en el mercado.

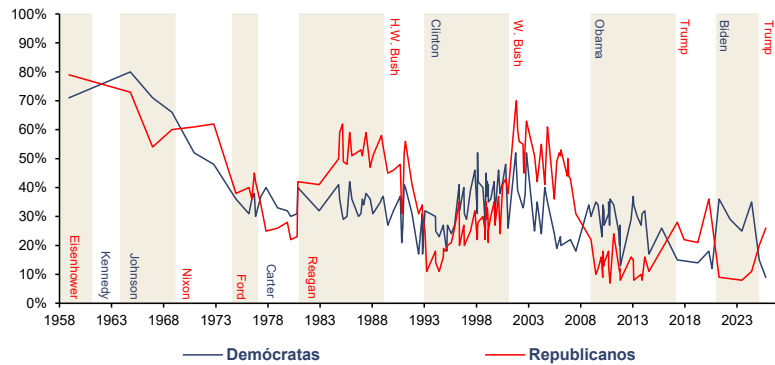
» *La confianza no es un activo intangible. Es el sistema operativo central de la civilización: la arquitectura silenciosa que hace que los mercados funcionen, las comunidades sobrevivan y las promesas se cumplan.*

Tony Deden

» *La política es el arte de buscar problemas, encontrarlos por todas partes, diagnosticarlos incorrectamente y aplicar los remedios equivocados.*

Groucho Marx

Confianza en el Gobierno, 01/1958–12/2025



Fuente: Pew Research Center, National Election Studies, Gallup, ABC/Washington Post, CBS/New York Times, CNN, Incrementum AG



» *El público se queja de la inflación, pero apoya con entusiasmo medidas políticas que solo pueden aplicarse mediante la inflación.*

Ludwig von Mises

Sin embargo, la confianza no es solo la moneda de cambio de la política, sino también el fundamento de todo sistema monetario. La actual pérdida de confianza es más que una observación social. Como reconoció Ludwig von Mises, la confianza es la infraestructura invisible de todo sistema monetario. Si los ciudadanos ya no consideran creíbles las promesas del Estado —incluida la estabilidad del valor del dinero—, la velocidad del dinero aumenta: la gente retiene el dinero de papel menos tiempo, huye hacia activos tangibles y exige primas de riesgo más altas. **En nuestra opinión, la confianza está siendo revalorizada en estos momentos, y el mercado está dictando su veredicto en onzas.**

El enfrentamiento geopolítico y la llamada de margen del oro

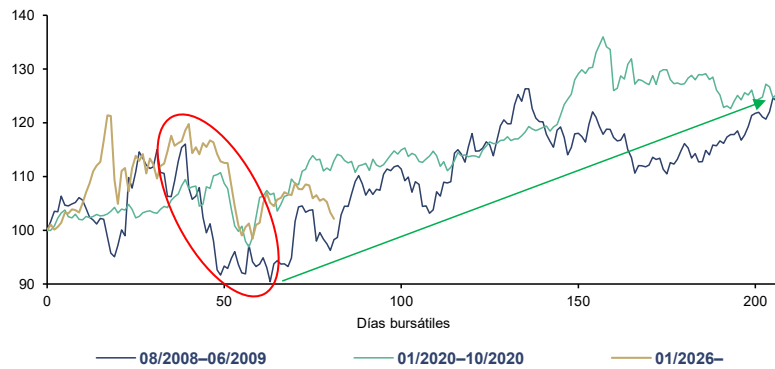
Tras el espectacular repunte del oro en los trimestres anteriores, se esperaba una fase de consolidación, algo que el análisis técnico venía esperando ya desde algún tiempo. La gran sorpresa fue un acontecimiento que, según los manuales, debería haber tenido el efecto contrario: La crisis de Irán. Mientras que la gran mayoría de los participantes en el mercado especulaba con otra subida del precio del oro (típica en época de guerras) el mercado se movió en la dirección opuesta: la guerra no se convirtió en un catalizador, sino más bien en el detonante de una corrección saludable. Ninguna tendencia alcista es lineal; incluso los mercados alcistas estructurales requieren fases de corrección, ajuste de posiciones y sentimientos. **Desde la publicación del informe “El Gran Corto” de *In Gold We Trust* del año pasado, el oro se ha negociado casi un 40 % más alto a pesar de esta corrección.**

» *No se le llama pánico, si eres el primero en salir por la puerta.*

John Tuld, Margin Call

En marzo de 2026, el precio del oro cayó 611 dólares en un solo mes: la mayor caída mensual absoluta de la historia. Al final de la corrección, el oro había caído un 27 % desde su máximo histórico de enero. Como era de esperar, la corriente dominante declaró que el valor refugio había fracasado. Pero quienes entienden el mecanismo reconocen un patrón familiar: **durante los periodos de grave tensión financiera, el oro se vende no a pesar de su alta liquidez, sino precisamente por ella.** Vimos exactamente el mismo patrón en octubre de 2008, con una caída del 29 %, cuando la quiebra de Lehman provocó ajustes de márgenes en todas las clases de activos, y en marzo de 2020, cuando una ola de liquidaciones arrasó por el mercado en las primeras etapas de la pandemia de la COVID-19 y el oro cayó un 12 %.

Oro, en USD, 100 = 08/2008, 01/2020, y 01/2026, 08/2008–04/2026



Fuente: LSEG, Incrementum AG



La simultaneidad de dos mecanismos hace que la reciente caída sea única: En primer lugar, el cierre del estrecho de Ormuz cortó los flujos de efectivo a los productores de petróleo de la región del Golfo, que durante años habían estado reinvertiendo sus excedentes dólares estadounidenses en oro. En segundo lugar, la escalada forzó una ola de desapalancamiento porque el aumento de los rendimientos, las crecientes expectativas de tipos de interés y un dólar estadounidense más fuerte desencadenaron ajustes de márgenes.

Pero este es precisamente el quid de la cuestión: **la respuesta de los bancos centrales a esta misma secuencia de acontecimientos de tensión es el verdadero catalizador del oro.** Las dos caídas de 2008 y 2020 no marcaron el final del repunte del oro, sino más bien el punto de partida de la siguiente fase alcista. ¿Un buen augurio para 2026?

Porque la respuesta a las tensiones en el sistema financiero fue siempre la misma: más liquidez. Las medidas abarcaron desde el control de la curva de rendimiento hasta una nueva ronda de QE o QQE, la represión financiera y nuevos estímulos fiscales, llegando incluso a propuestas más extremas como la MMT o el «dinero helicóptero». El despliegue de uno o varios de estos instrumentos es solo cuestión de tiempo. Seguido de la correspondiente convergencia entre la política monetaria y la fiscal.

La crisis de Lehman fue seguida por la QE1 hasta la QE3 y una triplicación del precio del oro. La caída provocada por la COVID-19 fue seguida de una expansión fiscal y monetaria sin precedentes y de un aumento del precio del oro de más del 70 %. La secuencia — choque energético → choque inflacionista → tensión en los bonos del Estado → revalorización del crédito → liquidación forzosa → intervención del banco central — es un ciclo que se refuerza a sí mismo. Y el oro se beneficia en cada etapa: como cobertura contra la inflación, como valor refugio y, en última instancia, como reserva de valor neutral al margen de la espiral de devaluación.

Los retrocesos del oro impulsados por la liquidez no refutan la tesis; son oportunidades de compra generadas por la propia tesis. Marzo de 2026 fue una prueba de resistencia monetaria. El oro la superó con nota.

La *Ilíada* de nuestro tiempo: un orden mundial en crisis

«RIP. Pax Americana, 1945-2025». Así reza el sucinto epitafio de Alexander Chartres. Queda por ver cómo será el próximo orden mundial. Estamos presenciando una fase de transición: Nos encontramos en un interregno (periodo entre el fin de un rey y el comienzo del siguiente) en el que el viejo orden cae en declive mientras el nuevo orden,

” *Tienen que elegir entre confiar en la estabilidad natural del oro y la estabilidad natural de la honestidad y la inteligencia de los miembros del Gobierno. Y, con el debido respeto a los señores del gobierno, les aconsejo que, mientras perdure el sistema capitalista, voten por el oro.*

George Bernard Shaw

” *Nuestro Nuevo Desorden Mundial se caracterizará por una mayor volatilidad, una inflación más elevada y una represión financiera más profunda.*

Alexander Chartres

The Transmission Sequence

Energy Shock → Inflation → Bond Stress → Credit Repricing → Forced Sales → Intervention



Six Reasons Behind the Historic Selloff

<p>01</p> <p>Dollar Ripped</p> <p>Oil spike → USD scarcity</p>	<p>02</p> <p>Hawkish Fed</p> <p>Rate cuts killed, yields spiked</p>	<p>03</p> <p>Oil Shock</p> <p>\$108 validated hawkishness</p>
<p>04</p> <p>Forced Liquidation</p> <p>Gulf cash flows severed</p>	<p>05</p> <p>Crowded Unwind</p> <p>Consensus long sold for cash</p>	<p>06</p> <p>Pipeline Severed</p> <p>Dubai route closure</p>

Gold Benefits at Every Stage of the Sequence

Liquidity dips are buying opportunities, not thesis invalidation.

liderado por las potencias emergentes, luchan por establecer un nuevo sistema de reglas universal. Esta fase de transición está marcada por una mayor volatilidad, una distribución multipolar del poder y un imperialismo descarado. **Tras décadas de creciente división del trabajo y optimización constante del capital, el poder puro y duro es quien ahora toma las riendas: energía, metales, semiconductores y materia militar.**

Halford Mackinder ya vaticinó en su artículo llamado “Heartland” que quien controle los enormes recursos naturales de la masa continental euroasiática controlara el nuevo poder global¹. La guerra entre Rusia y Ucrania, que se prolonga desde 2022, ha resucitado bruscamente esta vieja teoría geopolítica al presente. Al mismo tiempo, cada vez está más claro que los conflictos ya no se limitan a regiones específicas, sino que están afectando a los precios de la energía, las cadenas de suministro, los flujos de capital y las arquitecturas monetarias en todo el mundo.

Ahora, Irán también está pasando a primer plano en medio de estos cambios tectónicos. Niall Ferguson aporta el contexto histórico. Su tesis central: el tiempo no está del lado de una potencia hegemónica sobrecargada, porque los costes económicos de una guerra aumentan más rápido que sus beneficios estratégicos. Ferguson establece un paralelismo con la crisis de Suez de 1956: no fue la amenaza soviética lo que obligó al primer ministro Anthony Eden a dar marcha atrás, sino las limitaciones económicas.

Por lo tanto, la escalada de la crisis iraní podría suponer un segundo momento Suez para EE. UU. — y marcar ese momento de no-retorno en el que el sistema monetario basado en el petrodólar se desplaza gradualmente hacia el petroyuan o incluso el petroro. Si Teherán acepta únicamente el renminbi para las exportaciones de petróleo en el futuro, la hegemonía del dólar estadounidense establecida en 1973 se verá permanentemente socavada; las potencias regionales se inclinarían hacia un eje Irán-China-Rusia, y el estrecho de Ormuz pasaría así de ser un cuello de botella geopolítico a un punto de inflexión geoeconómico. La sorprendente retirada de los Emiratos Árabes Unidos de la OPEP a principios de mayo ha sacudido otra institución de larga tradición, con consecuencias aún inciertas.

Lo que comenzó como una serie de conmociones aisladas — sanciones, reservas congeladas, guerras arancelarias — se está consolidando en una revalorización estructural de todo el marco monetario. Según Ferguson, Pekín aprovechará cada crisis para expandir su infraestructura financiera y de pagos paralela hacia Oriente Medio a través del comercio en petroyuanes y puentes de moneda digital de bancos centrales. La caída del dólar estadounidense no será como la caída por un precipicio, sino una caída en pendiente, cuya inclinación aumenta con cada crisis.

Durante décadas, el orden internacional se basó en el libre comercio, la libre circulación de capitales y las cadenas de suministro integradas a nivel mundial, enmarcadas por la hegemonía de Estados Unidos el dólar estadounidense. Esta red de confianza, contratos y acuerdos tácitos ha desarrollado profundas grietas. Los mercados están entrando en un nuevo régimen, definido por la geopolítica y un reajuste de las relaciones comerciales globales. *El mundo de ayer* de Stefan Zweig — ese orden cuya permanencia sus habitantes daban por sentada hasta que desapareció de la noche a la mañana — es, como metáfora, por desgracia más relevante que nunca.

” *El Gobierno de EE. UU. está tratando de impedir que los mercados libres reflejen con precisión el coste de la guerra en Irán, al tiempo que mantiene la ilusión de los mercados libres y espera que la guerra haya terminado antes de que la realidad de la situación se haga evidente para los inversores.*

Luke Gromen

” *Ningún copo de nieve cree que haya provocado la avalancha.*

Boaz Weinstein

” *Todos los valores habían cambiado, y no solo en términos materiales; se burlaban de las regulaciones estatales y no se respetaban ni las costumbres ni la moral.*

Stefan Zweig, *El mundo de ayer*

¹ Véase el capítulo «El oro y el análogo monetario de la «teoría del corazón» de Mackinder» en este informe *de In Gold We Trust*

Cuando la (geo)política se vuelve inflacionaria

» *La estanflación... es, por supuesto, algo muy difícil porque cualquier medida que se tome con los tipos de interés perjudicará a una de las dos partes: o bien al objetivo de inflación, o bien al de empleo.*

Jerome Powell

» *La inflación es una elección.*

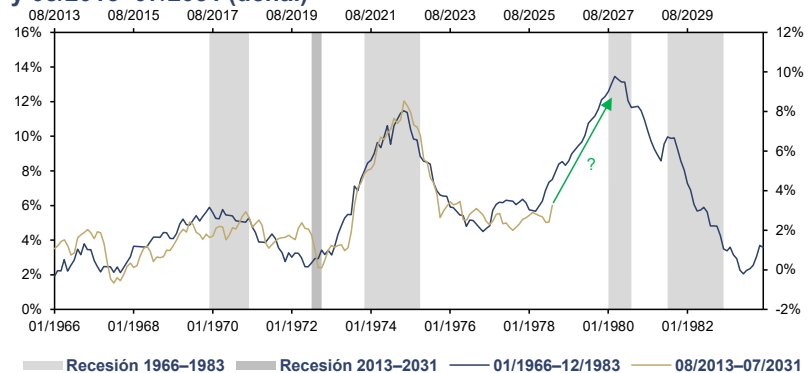
Kevin Warsh

Las consecuencias de la crisis de Irán en los mercados ya son visibles, y de carácter estructuralmente estanflacionista. El precio del crudo Brent ha superado temporalmente la barrera de los 110 dólares por barril. La AIE habla de la mayor interrupción del suministro en la historia del mercado mundial del petróleo: se ve afectado alrededor del 20 % del comercio mundial de petróleo transportado por mar, así como un volumen significativo de GNL.

Este es precisamente el cóctel estanflacionista sobre el que advertimos en el informe *In Gold We Trust 2022*, «Estanflación 2.0»: una crisis energética por el lado de la oferta que golpea a una economía que ya se encuentra crónicamente agotada. Incluso si el grave conflicto de Oriente Medio se desescala a corto plazo o incluso se resuelve de forma permanente, prevemos un nivel de precios de la energía estructuralmente más alto: un «suelo estructural más alto» que persistirá incluso después de que el conflicto termine.

Además, no descartamos la posibilidad de que, al igual que en la década de 1970, se avencine una segunda ola de inflación. La evolución de la inflación en la década de 1970 puede ofrecer una buena indicación del futuro. Los paralelismos entre ambos desarrollos son, en cualquier caso, sorprendentes.

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



Fuente: Andreas Steno, LSEG, Incrementum AG

incrementum

» *La volatilidad de la inflación sigue siendo un elemento clave en esta tragedia griega para el capitalismo democrático y de libre mercado.*

Henry Maxey

Pero las fuerzas inflacionistas están actuando no solo a nivel geopolítico, sino también a nivel nacional. Henry Maxey, director de inversiones de Ruffer, describe esta dimensión en su brillante ensayo «*Que tengan pan... y circo*». En el centro: un presidente de EE. UU. con la espalda contra la pared. A medida que su popularidad se erosiona y las elecciones al Congreso de noviembre amenazan con convertirse en un juicio a su presidencia, Donald Trump recurre a la caja de herramientas del populismo: un límite administrativo a los tipos de interés de la deuda de las tarjetas de crédito, la compra de 200 000 millones de dólares en títulos respaldados por hipotecas, cheques de estímulo —financiados con los ingresos de los aranceles—. Una máquina de movimiento perpetuo económica.

Maxey retoma una idea fascinante de Fred Hirsch, que este expuso en *The Political Economy of Inflation* (1978): La inflación suele ir de la mano del colapso del orden de estatus social:

No es, pues, casualidad que la inflación se haya arraigado más profundamente en aquellas sociedades y períodos en los que la lucha ideológica subyacente ha sido más intensa... Dicho de otro modo, contener la lucha distributiva latente sin provocar inestabilidad financiera requiere o bien suficiente autoridad o bien suficiente consenso sobre los valores o principios que subyacen a la distribución de la renta y otros aspectos del bienestar. Si la autoridad establecida se debilita antes de que se alcance un consenso suficiente o surja una nueva autoridad, se produce la inflación.

La cuestión es tan elegante como incómoda: **si las sociedades no pueden ponerse de acuerdo sobre quién debe salir perdiendo, la inflación toma esa decisión — por todos —.**

La consecuencia última, según Ruffer, es la «DINostía — Democracia solo de nombre, en inglés “Democracy In Name Only” —». Lo que Friedrich A. von Hayek describió en *Camino de servidumbre* como la erosión progresiva del orden liberal está ocurriendo hoy en día, no a través de tanques, sino a través de disposiciones legales: la campaña legal contra el presidente de la Reserva Federal es el presagio de una politización sistemática del dinero. Cuando la independencia del banco central se convierte en moneda de cambio en la política, la política interior y exterior, la política fiscal y la monetaria se funden en una única amalgama fiscal —con el oro como uno de los pocos activos que no pueden ser elegidos ni destituidos —.

” *No creo que volvamos a tener una moneda verdaderamente buena hasta que le quitemos el asunto de las manos al Estado.*

Friedrich A. von Hayek

La remonetización del oro

La erosión de la confianza institucional suele ir seguida de la búsqueda de nuevos — o probados — anclajes monetarios. Es precisamente en este contexto donde está cobrando importancia un fenómeno que durante mucho tiempo se consideró impensable: la remonetización del oro.

El 4 de julio de 2026, Estados Unidos celebrará su 250.º aniversario. El significado simbólico de esta fecha es considerable: el *semicentenario* podría constituir la ocasión histórica que ha desencadenado repetidamente convulsiones fundamentales en el orden monetario. Bonos respaldados por oro, una revalorización formal de las reservas de oro o incluso una condonación parcial de la deuda: estas opciones se debaten cada vez con más frecuencia. Una revalorización de las reservas de oro de EE. UU. ya no es una especulación descabellada, sino una posibilidad política que está ganando discretamente en plausibilidad.

” *Cuando tenía mi fondo, la gente me habría llamado fanático del oro.*

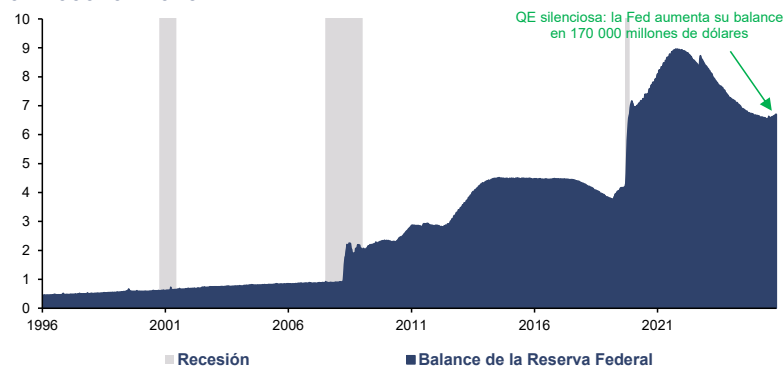
Scott Bessent

No en vano, la Reserva Federal — y con ella Kevin Warsh, sucesor de Jerome Powell desde hace solo unos días — se enfrenta a un dilema de política monetaria: Warsh quiere reducir el balance y, en particular, deshacerse de los bonos del Tesoro a largo plazo y los MBS. Sin embargo, el fin oficial del endurecimiento cuantitativo el 1 de diciembre de 2025 ha demostrado que la liquidez era simplemente demasiado escasa para ello. Desde entonces, el balance de la Reserva Federal ha aumentado en unos 175 000 millones de dólares, hasta alcanzar los 6,7 billones de dólares. Oficialmente, esta expansión del balance se califica como gestión de reservas, pero, desde el punto de vista económico, actúa como una «expansión cuantitativa silenciosa».

” *Esto no es QE. En ningún sentido es QE.*

Jerome Powell, 8 de octubre de 2019

Balance de la Reserva Federal, en billones de USD, 01/2000–04/2026



Fuente: LSEG, Incrementum AG

De los 4,8 billones de dólares de expansión del balance durante la pandemia, hasta la fecha solo se ha revertido aproximadamente la mitad. Si la próxima recesión o crisis de los mercados financieros rompiera el yugo fiscal de EE. UU. — con el aumento de los déficits y el debilitamiento de la demanda extranjera de bonos del Tesoro estadounidense —, la «expansión cuantitativa silenciosa» podría dar paso rápidamente a «*The Big Print*» “La Gran Imprenta”, el desenlace inflacionista sobre el que nuestro amigo Larry Leppard lleva años advirtiendo.

» *Vamos a monetizar el activo del balance de EE. UU. para el pueblo estadounidense. Vamos a poner los activos a trabajar.*

Scott Bessent

En un entorno tan difícil, se necesitan opciones no convencionales, como revaluar las reservas de oro de EE. UU. a precios de mercado. Estados Unidos posee exactamente 261 498 926 onzas troy de oro, es decir, aproximadamente 8 133 t. Se trata de la mayor reserva de oro gubernamental del mundo. Sin embargo, estas tenencias siguen figurando en los libros al precio de 42,22 dólares por onza troy, fijado por ley desde 1973. El valor contable declarado asciende, por tanto, a solo 11 040 millones de dólares. Una revalorización al precio de mercado actual, de alrededor de 4600 dólares por onza, multiplicaría este valor hasta aproximadamente 1,2 billones de dólares. Esto corresponde a alrededor del 3 % de la deuda nacional total de EE. UU. Este beneficio contable, del orden de un billón de dólares, estaría a disposición del Tesoro de EE. UU. como margen de maniobra fiscal.

Dos indicios sugieren que la idea ya ha salido del ámbito de la teoría. En primer lugar, el secretario del Tesoro de EE. UU., Scott Bessent, declaró: «**Vamos a monetizar el activo del balance de EE. UU.**». En segundo lugar — y aún más notable —, en agosto de 2025, la Reserva Federal publicó un documento con el título programático «**Revalorizaciones oficiales de las reservas: la experiencia internacional**».

» *En cualquier momento de decisión, lo mejor que se puede hacer es lo correcto. Lo peor que se puede hacer es no hacer nada.*

Theodore Roosevelt

La historia ofrece un precedente, y uno muy instructivo: con la Ley de Reservas de Oro del 30 de enero de 1934, Franklin D. Roosevelt elevó el precio oficial del oro de 20,67 a 35 dólares por onza. Esto supuso una devaluación efectiva del dólar estadounidense frente al oro del 41 %. La ganancia de señoreaje única de aproximadamente 2.800 millones de dólares fluyó hacia el recién creado *Fondo de Estabilización Cambiaria* (ESF) y, por lo tanto, hacia el vehículo del Tesoro que aún existe hoy en día, lo que permite al secretario del Tesoro intervenir en los mercados de divisas sin la aprobación del Congreso. Le siguieron nuevas devaluaciones del dólar estadounidense en 1972 y 1973, primero a 38 dólares, y luego al tipo actual de 42,22 dólares.

» *El aumento del precio del oro nos ha ayudado considerablemente.*

Scott Bessent

Para EE. UU., no solo es concebible una revalorización puntual, sino también un cambio hacia reservas de oro valoradas a precios de mercado, similar a la situación en la zona del euro. Esto haría visibles las reservas ocultas y garantizaría que los futuros aumentos del precio del oro se reflejen continuamente en el balance. Además del efecto puntual, la perspectiva de inversión desde el punto de vista del Gobierno es igualmente reveladora en este contexto: ¿qué dinámicas económicas surgen cuando los bancos centrales valoran el oro a precios de mercado?

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

«Otra»

Las reservas de oro valoradas a precios de mercado crean una exposición asimétrica al alza de los precios del oro. Si el precio del oro sube, el valor de las reservas aumenta inmediatamente y puede permitir mayores distribuciones, colchones de capital más sólidos o un margen de maniobra adicional. Si el precio del oro baja, los efectos negativos se absorben a través de cuentas de revalorización, la reducción de las ganancias retenidas o la renuncia a las distribuciones. El perfil resultante se asemeja a una opción de compra históricamente arraigada: un potencial alcista sustancial con una carga inmediata limitada para el propietario. **En tiempos de elevada deuda y restricciones fiscales, el oro se transforma así de un activo de reserva pasivo en una opcionalidad estratégica; en resumen: oro libre.**

Las economías emergentes también están impulsando con entusiasmo la remonetización del oro. Bajo el nombre del proyecto «The Unit», investigadores rusos están trabajando en un instrumento de liquidación respaldado por oro para el comercio intra-BRICS: 40 % de oro físico, 60 % de una cesta de divisas de los cinco miembros fundadores. Todavía es un proyecto de investigación, no un programa oficial del BRICS. Sin embargo, el concepto en sí mismo es una señal: en cualquier arquitectura post-dólar estadounidense sería, el oro desempeñará un papel fundamental.

En este contexto, Bernhard Matthes ha señalado un paralelismo fascinante: **las compras de oro por parte de los bancos centrales de Asia y Oriente Medio no son una mera diversificación, sino que se asemejan a una carrera de posicionamiento estratégico.** Si el oro se convirtiera efectivamente en el ancla monetaria de un sistema de liquidación del BRICS, cada nación participante se enfrentaría a la misma pregunta que los candidatos a la adhesión al euro en la década de 1990: ¿A qué tipo de cambio se incorporará mi moneda al nuevo sistema?

Quienes cuenten con importantes reservas de oro en este momento entrarán en el nuevo orden desde una posición de partida más sólida. Visto así, la notable acumulación de reservas de oro por parte de China, la India, Turquía y un número cada vez mayor de bancos centrales obedece a una lógica sensata: se trata de asegurarse influencia monetaria para un marco arquitectónico que aún no se ha establecido, pero para el que ya se están posicionando. **O, por decirlo de forma más coloquial, siguiendo el ejemplo del turista alemán en Mallorca que coloca su toalla en la tumbona a las seis de la mañana: quien reserva primero se queda con el mejor sitio.**

Al mismo tiempo, la Bolsa de Oro de Shanghai (SGE) está ampliando sistemáticamente su infraestructura. El oro se está transformando así de un activo refugio en un instrumento de liquidación: garantía admisible para operaciones de recompra, componente de cobertura y unidad de cuenta potencialmente neutral. Lo que se está gestando silenciosamente aquí es el inicio de un sistema financiero paralelo que gravita en torno a Asia.

Se impone la siguiente metáfora: China está jugando al Go — con paciencia, estrategia y centrada en el cerco — mientras que Estados Unidos juega al póquer, basándose en faroles a corto plazo y en el máximo apalancamiento. ¿Y Europa? todavía sigue sentada a la mesa, tras haber traducido las reglas a veinticuatro idiomas, haber encargado una evaluación de impacto y convocado un comité asesor de ética, mientras que los demás hace tiempo que han comenzado sus respectivas partidas.

La década dorada está en pleno apogeo

En el centro de nuestro análisis se encuentra una única tesis: el mercado alcista del oro de los últimos años es la manifestación de una tendencia alcista a largo plazo que anunciamos en el informe *In Gold We Trust 2020*, titulado «El amanecer de una década dorada». Este informe se vio con mucho escepticismo por la corriente dominante. Pero las cifras hablan por sí solas. Desde que proclamamos la década dorada, el precio del oro en dólares estadounidenses ha subido un 165 % o, dicho de otro modo, el dólar estadounidense se ha depreciado frente al oro en casi dos tercios.

» *Es precisamente cuando se necesita un mercado libre del oro cuando la mayoría de los gobiernos modernos tratan de suprimirlo. Porque refleja y mide el alcance de la falta de confianza en la moneda nacional; y pone al descubierto la naturaleza ficticia del «tipo de cambio oficial».*

Ludwig von Mises

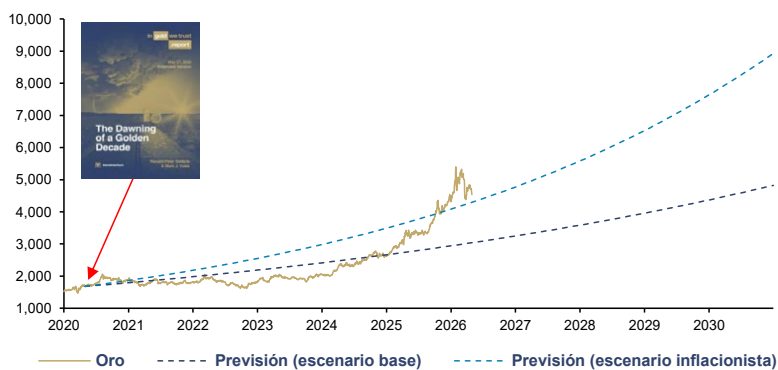
» *El oro va donde está el dinero, y llegó a Estados Unidos entre la Primera y la Segunda Guerra Mundial, y se trasladó a Europa en la posguerra. Luego se dirigió a Japón y a Oriente Medio en las décadas de 1970 y 1980, y actualmente se dirige a China y también a la India.*

James Steel

» *Cuando el oro se dispara, se dispara de verdad.*

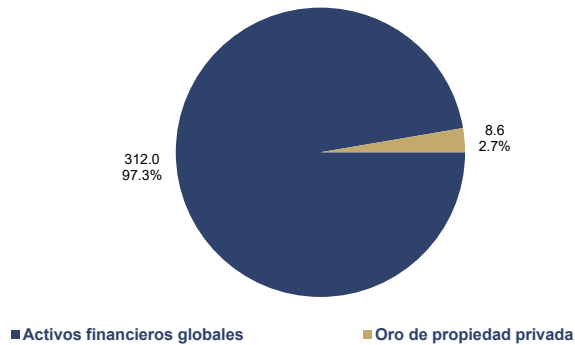
Jim Sinclair

Oro, en USD, 01/2020–12/2030



Fuente: LSEG, Incrementum AG

Capitalización bursátil de los activos financieros mundiales y el oro en manos privadas, en miles de millones de USD, 2025

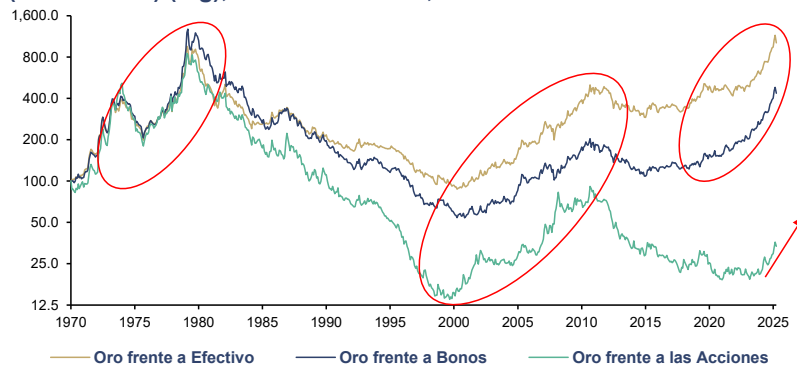


Fuente: BIS, ICE, Metals Focus, Prequin, SIFMA, WFE, World Gold Council, Incrementum AG



El oro también está mostrando rupturas técnicas en términos relativos. En comparación con el efectivo y los bonos del Estado, el metal precioso ya ha alcanzado nuevos máximos cíclicos, pero en comparación con las acciones estadounidenses, el repunte de recuperación apenas está comenzando. El gráfico siguiente ilustra esto de forma impresionante: mientras que las relaciones oro/efectivo y oro/bonos han superado los máximos seculares (de una larga época alcista) de principios de la década de 1980, la relación oro/acciones sigue estando muy por debajo de los máximos cíclicos de 1980 y 2011.

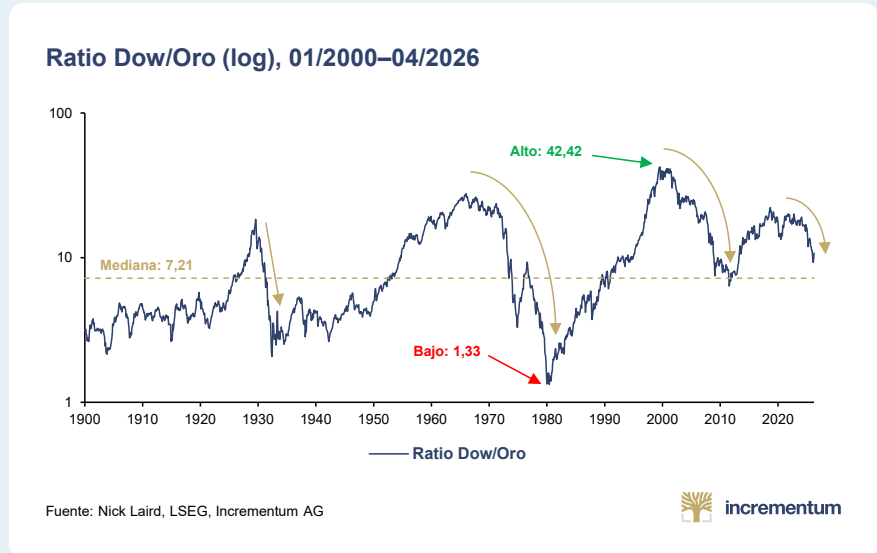
Oro frente a Efectivo (US 3M TR), Bonos (US 10Y TR), y Acciones (S&P 500 TR) (log), 100 = 31/12/1970, 12/1970–03/2026



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



Dado que el oro ha ganado terreno recientemente frente a las acciones, merece la pena analizar a largo plazo la relación Dow/oro. Durante las tres principales tendencias bajistas de esta relación — en las décadas de 1930, 1970 y 2000 — la tendencia vino acompañada sistemáticamente de un aumento significativo del precio del oro y del estancamiento de los mercados bursátiles estadounidenses. Actualmente, la relación Dow/oro se sitúa en 10,74, muy por encima de la mediana histórica de 7,21. **El oro sigue teniendo una valoración atractiva en relación con las acciones estadounidenses.**

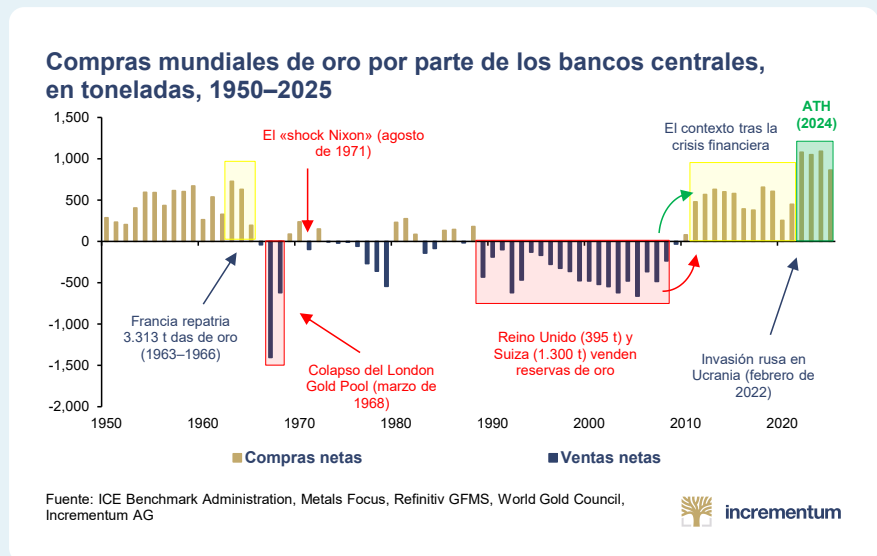


El relevo se está produciendo: De los bancos centrales a los inversores

» *La volatilidad es el precio que se paga por el rendimiento. Las correcciones no son un fallo del sistema, sino que forman parte de él.*

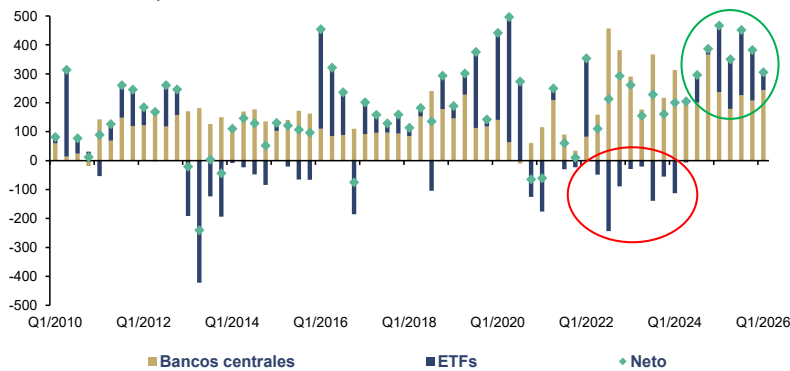
Howard Marks

La estructura de la demanda del mercado del oro ha cambiado en los últimos trimestres. Los bancos centrales han comprado más de 1 000 toneladas en tres de los últimos cuatro años (2022, 2023 y 2024), a lo que se suman 863 toneladas en 2025, que medido en dólares estaríamos hablando de unos 60 mil a 85 mil millones de dólares al año. Para poner este dato en perspectiva, tenga en cuenta que la producción minera mundial es de tan solo 3.600 toneladas al año; con lo que los bancos centrales por sí solos están absorbiendo casi una cuarta parte de la producción anual.



Desde hace varios trimestres, hemos observado un cambio: los inversores minoristas, los compradores institucionales y las entradas en los ETFs han tomado el relevo de los bancos centrales. Este es el traspaso del testigo que, en la Teoría de Dow, se considera un sello distintivo de una fase de participación pública plenamente desarrollada: el mercado alcista, aún respaldado por los bancos centrales durante la fase de acumulación, está siendo ahora desplazado por una base de inversores más amplia. **El mercado alcista se ha generalizado.**

Flujos de los bancos centrales, los ETF y el oro neto, en toneladas, Q1/2010–Q1/2026



Fuente: World Gold Council, Incrementum AG

incrementum

Pero con este cambio, los riesgos están cambiando. Los bancos centrales son demandantes inelásticos en cuanto al precio. Acumulan impulsados por consideraciones estratégicas, no por expectativas de rentabilidad. Los inversores, por su parte, reaccionan ante el sentimiento, las llamadas de margen y los costes de oportunidad. Marzo de 2026 puso de manifiesto de forma abrupta esta dinámica: según el Consejo Mundial del Oro, los ETFs de oro registraron la mayor salida mensual de la historia, con 11 800 millones de dólares, o 84,8 t. La venta masiva se concentró casi exclusivamente en Occidente, mientras que Asia, liderada por China, siguió siendo compradora neta. El patrón es revelador: los inversores occidentales en ETF venden de forma procíclica ante el retroceso, mientras que los compradores asiáticos aprovechan precisamente estas caídas de precios para construir posiciones. **La pregunta que todo inversor debería plantearse es: ¿hacia qué cámaras acorazadas fluye silenciosamente el oro de occidente?**

Nuestra valoración sigue siendo matizada: el mercado alcista secular permanece intacto, pero el cambio en la estructura de la demanda exige vigilancia. Las correcciones del 20-30 % no fueron la excepción, sino la regla en anteriores mercados alcistas del oro. A los niveles actuales, los retrocesos absolutos de 800-1000 dólares se califican rápidamente de desplome, aunque, hasta hace poco, eso representaba *la totalidad* del precio del oro.

Por lo tanto, es crucial distinguir entre *el oro* como *valor refugio* — la posición física estratégica básica, que se mantiene independientemente de los acontecimientos del mercado — y *el oro de rendimiento*, el componente táctico que apuesta específicamente por el aumento de los precios y debe gestionarse activamente en consecuencia. **Quienes poseen oro de rendimiento no solo necesitan convicción, sino también nervios de acero, y una gestión del riesgo coherente.**

Ofrecer precisamente esta perspectiva — sobria, basada en hechos, con un toque de humor, independiente de la euforia del mercado o de las profecías apocalípticas — ha sido nuestra misión durante veinte años.

» *Quienes mejor lo conocen menos lo adoran, porque son los que más lo han sufrido.*

Don Coxé

» *Cuando compré mis metales preciosos, estaba jugando a la defensiva. Pero, como se suele decir, la mejor defensa es el ataque.*

David Bateman

¡Muchas gracias!

Año tras año, el informe *In Gold We Trust* se esfuerza por estar a la altura de su reputación como el «estándar de oro de los estudios sobre el oro». Nuestro objetivo es producir el análisis sobre el oro más leído y completo del mundo. La galería de 20 años de informes *In Gold We Trust* refleja este compromiso.

El leitmotiv de este año, «Regreso al futuro monetario», ha sido cuidadosamente elegido. Las decisiones de política monetaria de las últimas décadas — desde el abandono del patrón oro en 1971 hasta la era de los tipos de interés cero tras 2008 — son clave para comprender lo que está sucediendo en los mercados hoy en día. En la película «Regreso al futuro», el Doc Brown advierte enfáticamente a Marty McFly: «¡No debemos interferir en la línea temporal!». Sin embargo, eso es precisamente lo que han hecho los bancos centrales: con su política monetaria, han distorsionado fundamentalmente el orden monetario natural. Ahora estamos experimentando las consecuencias en tiempo real: tasas de inflación persistentemente elevadas, burbujas en los precios de los activos y una creciente huida hacia activos reales como el oro.

» **Si te lo propones, puedes lograr cualquier cosa.**

George McFly, «Regreso al futuro»

» **La confianza es quizás el primer principio fundamental.**

Tony Deden

Si nuestros análisis son correctos — y los datos desde 2007 nos dan motivos para confiar en ello —, entonces el actual mercado alcista del oro todavía tiene por delante un potencial considerable. Porque, mientras que Marty McFly necesitaba un DeLorean para viajar en el tiempo, a nosotros nos basta con echar un vistazo a la historia monetaria para prever el futuro monetario.

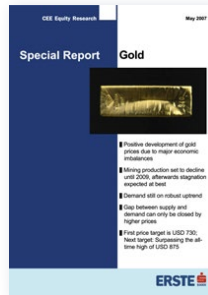
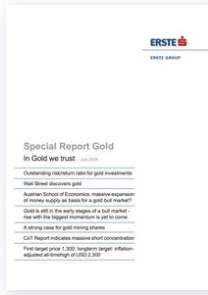
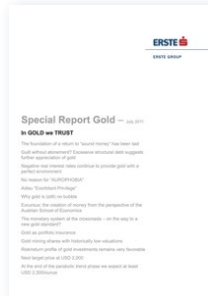
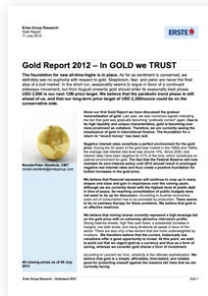
En la vigésima edición del informe «*In Gold We Trust*», seguimos comprometidos con la filosofía del *kaizen*, el arte japonés de la mejora continua y gradual: veinte años de publicación no son motivo para que nos durmamos en los laureles, sino más bien un aliciente. Este año, el informe presenta un diseño completamente renovado y una página web rediseñada. También hemos incorporado refuerzos creativos con *Mining Visuals*, una empresa sueca especializada en la presentación gráfica de datos del sector minero. Nuestro equipo principal también ha crecido significativamente. Al igual que en 2025, la versión resumida está disponible en alemán, inglés, español y japonés. Y, una vez más, el informe «*In Gold We Trust*» está disponible en edición impresa en *Amazon*, porque hay cosas, como el oro y los buenos informes de investigación, que simplemente quieres tener en tus manos.

Agradecemos a nuestros más de 20 maravillosos colegas repartidos por cuatro continentes sus incansables esfuerzos, que abarcan más de 20 000 horas a lo largo de innumerables husos horarios.

Un agradecimiento especial a nuestros *socios premium*.² Sin su apoyo, no sería posible ofrecer el informe «*In Gold We Trust*» de forma gratuita y ampliar nuestra gama de servicios año tras año. Además de la publicación anual en cinco idiomas, ofrecemos nuestro «*Monthly Gold Compass*» cada mes, así como información continua en nuestra página web «*In Gold We Trust*» en ingoldwetrust.report.

² Al final del informe de *In Gold We Trust*, encontrará una descripción general de nuestros *socios premium*, que incluye una breve descripción de cada empresa.

20 years In Gold We Trust report



» *Si hay tiempo para reflexionar, probablemente sea una buena idea tomarse un respiro.*

Daniel Kahneman

» *Potencialmente, el escenario más peligroso sería una gran coalición entre China, Rusia y quizás Irán: una coalición «antihégemonista» unida no por la ideología, sino por agravios complementarios.*

Zbigniew Brzezinski, *El gran tablero de ajedrez*, 1997

Para prepararse para el futuro del dinero, primero hay que volver a su pasado. Por eso estamos convencidos de que el actual mercado alcista del oro todavía tiene un margen considerable para seguir creciendo. Nos gustaría presentarles, estimados lectores, las razones que sustentan nuestra valoración en nuestro informe completo de más de 500 páginas *In Gold We Trust 2026* que le servirá de guía para navegar todo el tema del oro con la máxima fiabilidad.

Ahora les invitamos a acompañarnos en nuestro viaje anual y esperamos que la lectura de nuestro vigésimo informe *In Gold We Trust* les proporcione tanta alegría como nos ha proporcionado a nosotros su redacción.

Con un cordial saludo desde Liechtenstein,
Ronald-Peter Stöferle y Mark J. Valek



Quo Vadis, Aurum?



Conclusiones clave

- La *Pax Americana* y, con ella, el régimen monetario fiduciario de 1971, muestran signos inequívocos de agotamiento. Las transiciones del sistema monetario son cambios tectónicos de la historia; que rara vez se desarrollan sin sobresaltos. Para los inversores, ahora son tres las virtudes más importantes a considerar: orientación, prudencia y diversificación.
- El oro no se remonetiza por decreto, sino a través de su función. Seis vectores — desde la política de reservas hasta la contabilidad y la tokenización — están devolviendo al oro lo que ha sido durante milenios: un ancla monetaria.
- La próxima gran ola de demanda de oro provendrá del mercado de bonos de 140 billones de dólares, el mismo segmento que durante mucho tiempo se ha considerado un refugio seguro. Incluso cambios marginales desde la renta fija desbordarían el mercado financiero del oro, cuyo tamaño es de solo 15 billones de dólares.
- *El oro brilla por su rendimiento*: plata, minería, materias primas. La plata alcanzó nuevos máximos históricos, mientras que el sector minero sigue estando históricamente marginado, con un 1 % de la capitalización bursátil mundial; el proceso de recuperación no ha hecho más que empezar. La atención se centra ahora especialmente en las materias primas.
- Oro y Bitcoin: la estabilidad se une a la convexidad. En la era del comercio de la devaluación, los activos no inflacionables ya no son un nicho, sino una necesidad estratégica.
- Nuestro objetivo para la década de 4.800 dólares para 2030, tal y como vaticinamos en nuestro informe «*In Gold We Trust*» de 2020, ya se ha hecho realidad en 2026. Ahora centramos nuestra atención en el escenario alternativo inflacionista: 8.900 dólares para finales de la década.

El fin de la historia ha llegado a su fin, con importantes implicaciones para el oro y el dólar, que se están haciendo cada vez más evidentes.

Instituto de Investigación del Deutsche Bank

» *Me interesa más el futuro que el pasado, pues es ahí donde pretendo vivir.*

Albert Einstein

Como en cada número del informe «*In Gold We Trust*», queremos concluir este número mirando hacia el futuro. En esta perspectiva, nos basaremos en las lecciones más importantes que hemos aprendido de nuestro análisis del mercado del oro desde 2007.

- **El oro no es una «piedra de juguete».** Cuando empezamos a escribir sobre el oro en 2007, nos encontramos con el escepticismo de la corriente dominante. Sin embargo, las cifras de rendimiento hablan por sí solas: casi un +600 % en dólares estadounidenses, lo que corresponde a una tasa de crecimiento anualizada del 10,8 %. El oro ha superado en rendimiento a prácticamente todas las clases de activos tradicionales durante este periodo.
- **La Escuela Austriaca de Economía tenía razón.** La expansión crediticia conduce a la mala asignación de recursos, la inflación y las crisis. El ciclo está siguiendo el guion austriaco con una precisión que nos ha sorprendido incluso a nosotros. La represión financiera — la expropiación sistemática de los ahorradores a través de tipos de interés reales negativos — se ha convertido en una constante.
- **La desdolarización ya no es un tema de nicho.** En 2007, el dólar estadounidense representaba casi dos tercios de las reservas monetarias mundiales. Hoy en día, esa cuota se sitúa por debajo del 58 %. Si se incluyen las reservas de oro, solo ronda el 45 %.
- **La confianza es la base monetaria.** La erosión progresiva de la confianza institucional — desde los bancos centrales hasta las instituciones políticas, los medios de comunicación y el propio sistema de dinero fiduciario — es la fuerza motriz oculta detrás de muchos acontecimientos.
- **Los ciclos siguen un patrón.** El colapso de Bretton Woods en 1971-1973, la crisis financiera asiática de 1997, la crisis financiera mundial de 2007-2008, la pandemia de COVID-19 de 2020-2022 y el punto de inflexión geopolítico de 2022: cada una de estas crisis ha confirmado al oro como ancla monetaria. Quienes conocen la historia monetaria ven patrones donde otros solo ven caos.
- **Los bancos centrales han cambiado de bando.** Tras dos décadas como vendedores netos, la tendencia se invirtió radicalmente a partir de 2010. Desde entonces, los bancos centrales han comprado acumulativamente más de 7.000 toneladas de oro en términos netos. La ironía es sorprendente: las mismas instituciones que durante décadas descartaron el oro como una reliquia bárbara son ahora los compradores más agresivos.
- **Oriente ha sustituido a Occidente como centro del mercado del oro.** China e India representan ahora más del 50 % de la demanda de oro físico. Lo que Frank Holmes denominó el «comercio del amor» se ha convertido en un ancla estructural

de la demanda. Al mismo tiempo, los mercados bursátiles asiáticos están ganando importancia rápidamente. El poder de fijación de precios se está desplazando hacia el este, y con él, las reglas del mercado del oro.

El valor del oro se ha multiplicado casi por siete desde el primer informe «In Gold We Trust» en 2007, y muy pocos estuvieron allí para presenciarlo. A pesar de una tasa de crecimiento anual compuesta (CAGR) del 9,0 % desde 1971, el oro sigue estando infrarrepresentado en la mayoría de las carteras institucionales. El mayor mercado alcista de una generación tuvo lugar en gran medida sin la participación de los inversores financieros occidentales.

Las normas de Basilea III han transformado de forma silenciosa pero radical el mercado del oro. Las nuevas normas obligan a los bancos a contabilizar el oro según su naturaleza. Al oro asignado (el oro real en lingotes o monedas) se le otorga una ponderación de riesgo del 0 % (equivalente a tener efectivo y estar libre de riesgo); y al oro no asignado (oro papel) se le otorga un NSFR (*Net Stable Funding Ratio* o Ratio de Financiación Estable Neta) del 85 % (en otras palabras, por cada 100 millones de dólares en oro no asignado, el banco debe congelar 85 millones en financiación estable de largo plazo). Estas normas prácticamente están forzando al mercado a abandonar el «oro papel» en favor del oro físico. Al mismo tiempo, la *cuenta de revalorización* en los balances del Eurosistema ha crecido hasta los 1,274 billones de euros y sirve como ancla de solvencia del balance. Se está produciendo una remonetización progresiva del oro a través de vías regulatorias indirectas.

El sector minero del oro: de niño problemático a alumno modelo. Tras las imprudentes fusiones y adquisiciones producidas en el sector minero durante los años 2010-2013 (impulsadas por las fuertes subidas en el precio del oro) vino una fase de disciplina radical en la que las mineras recortaron costes drásticamente consolidando sus balances y precios de sus acciones. Hoy en día, los flujos de caja récord se están canalizando hacia el pago de dividendos y recompras de acciones. Los márgenes AISC (*All-In Sustaining Cost* — el coste total real que le cuesta a una minera extraer una onza de oro) se sitúan en casi 3.000 dólares por onza, y los balances son sólidos. Y sin embargo, el sector en su conjunto sigue siendo minúsculo: las diez mayores empresas mineras de oro tienen una capitalización bursátil combinada de tan solo 500.000 millones de dólares.

Hacia el próximo orden monetario

Las naciones industrializadas occidentales han elevado la estrategia del aplazamiento perpetuo a la categoría de arte. «Dejar el problema para más adelante»: acumular deuda en lugar de reducirla, posponer las reformas estructurales, proclamar que la política monetaria es la panacea. Pero todo camino llega a su fin, tarde o temprano. La pregunta crucial es: ¿qué nos espera al final?

En cualquier caso, el sistema de coordenadas monetarias del orden de posguerra se enfrenta a una recalibración. Y en todas las grandes convulsiones monetarias de los últimos siglos, el oro ha desempeñado un papel central. ¿Por qué iba a ser diferente esta vez?

No somos ni agoreros ni profetas del apocalipsis; de lo contrario, difícilmente habríamos formado familias y creado empresas. Sin embargo, la historia del dinero nos enseña una cosa: los sistemas monetarios tienen fecha de caducidad. El patrón oro clásico duró unas pocas décadas; Bretton Woods, ni siquiera tres. El régimen fiduciario, nacido por necesidad en 1971-1973, avanza a trompicones hacia su sexta década — y muestra los signos de fatiga que tarde o temprano auguran la ruina de cualquier sistema monetario sin respaldo: arrogancia fiscal, pérdida progresiva del poder adquisitivo y una erosión de la confianza que ahora se ha vuelto imposible de pasar por alto, incluso para la corriente dominante.

» *Dos caminos se bifurcaban en un bosque, y yo... yo tomé el menos transitado, y eso marcó la diferencia.*

Robert Frost

» *En el ámbito monetario, como de hecho en otros ámbitos, las mismas causas siempre producen los mismos efectos, y quienes persisten en ignorar el pasado están irrevocablemente condenados.*

Jacques Rueff

Una mirada a la historia muestra que tales convulsiones monetarias rara vez ocurren sin perturbaciones. Las transiciones entre sistemas monetarios no son procedimientos tecnocráticos rutinarios que puedan resolverse en las actas de una reunión del banco central, sino más bien cambios tectónicos —acompañados de conflictos de intereses, incentivos erróneos, fricciones políticas y reacciones abruptas del mercado—. Precisamente por esta razón, tres virtudes importan más que nunca a los inversores durante tales fases: **orientación, prudencia y diversificación.**

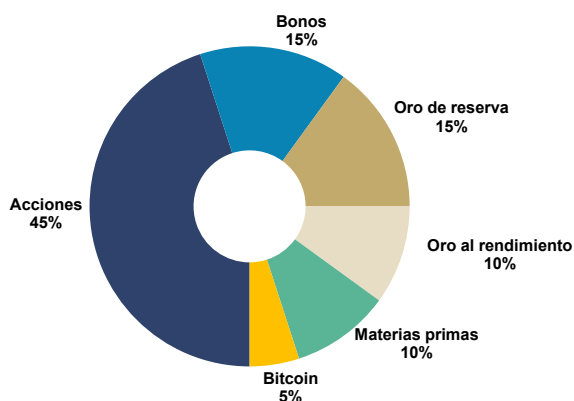
Para los inversores, el oro puede actuar como una máquina del tiempo financiera: un refugio temporal para la riqueza mientras el sistema monetario se reajusta. Quienes invierten en oro no le están dando la espalda al futuro; confían en el oro como un puente hacia el futuro. El oro no es, por tanto, el destino del viaje, sino un vehículo para llegar hasta allí.

» *Esto es oro, señor Bond. Toda mi vida he estado enamorado de su color... su brillo, su divina pesadez.*

Auric Goldfinger

El oro no es una panacea, sino un ancla. Por eso concebimos la «nueva cartera 60/40» en el informe *In Gold We Trust* 2024, «*The New Gold Playbook*»: alejándonos de los activos nominales hacia activos tangibles no inflacionarios. El oro físico constituye el núcleo estratégico, flanqueado por *activos de rendimiento* con timing activo, como la plata y las acciones mineras, una asignación a materias primas y una posición en bitcoins de tamaño razonable. La proporción de valores de renta fija, por otro lado, se está reduciendo significativamente — y de forma intencionada—. La pregunta de la década ya no es qué rendimiento ofrecen los bonos, sino qué valor tienen esos rendimientos.

La nueva cartera 60/40: subcategorías



Fuente: In Gold We Trust

incrementum

» *Debemos basar nuestra asignación de activos no en las probabilidades de elegir la asignación correcta, sino en las consecuencias de elegir la asignación incorrecta.*

Jack Bogle

El reciente cambio en Wall Street demuestra que ya no estamos solos en esta valoración: en septiembre de 2025, Mike Wilson, director de inversiones de Morgan Stanley, propuso una cartera 60/20/20 — 60 % en acciones, 20 % en bonos a corto plazo y 20 % en oro —, describiendo explícitamente al oro como un «activo antifrágil». BlackRock, J.P. Morgan y Goldman Sachs también hacen hincapié ahora en la necesidad estructural de asignaciones en oro más allá de la mezcla tradicional del 5 %. Cuando incluso los nombres más importantes de Wall Street están dejando de lado públicamente la tradicional cartera 60/40, el cambio de mentalidad se ha generalizado.

» *Vas a ver una grieta en el mercado de bonos, ¿de acuerdo? Va a suceder.*

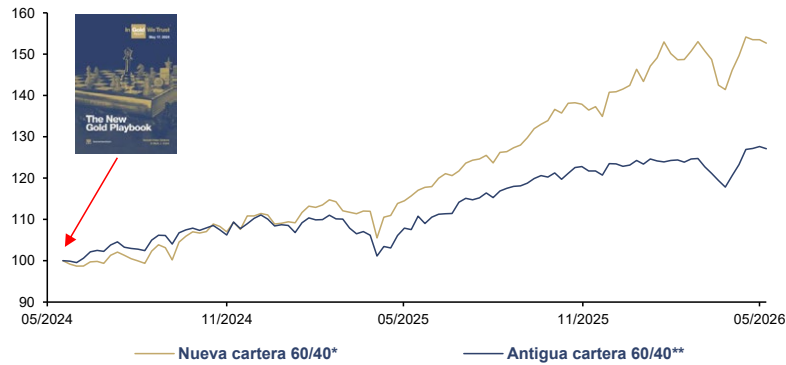
Jamie Dimon

La tan citada correlación negativa entre acciones y bonos ha sido históricamente la excepción y no la regla: durante aproximadamente el 70 % de los últimos 100 años, las dos clases de activos se movieron al unísono. El hecho de que la cartera 60/40 siguiera funcionando se debe a la *Gran Moderación*, esa era de tasas de inflación en constante descenso que llegó a su abrupto final con el repunte de la inflación a partir de 2021. **Pero, ¿y si los bonos, el supuesto refugio seguro de la cartera, fueran en realidad la propia burbuja?**

Aquí llega el punto de inflexión decisivo: en nuestra opinión, es probable que la próxima gran oleada de demanda de oro se produzca a expensas del mercado de bonos. El mercado mundial de bonos —sumando los bonos públicos y los

corporativos — asciende actualmente a unos 140 billones de dólares. Esto contrasta con un mercado del oro de unos 31 billones de dólares, de los cuales solo se negocian alrededor de 15 billones — es decir, lingotes, monedas, ETF y carteras institucionales y gubernamentales —. Las proporciones son llamativas: si tan solo el 2 % del volumen mundial de bonos se reasignara al oro, eso correspondería a una entrada de casi 3 billones de dólares y, por lo tanto, a alrededor del 20 % de todo el mercado del oro de inversión.

Nueva cartera 60/40* y antigua cartera 60/40**, en USD, 100 = 17/05/2024, 05/2024–05/2026



Fuente: LSEG, Incrementum AG. *45% S&P 500 TR, 15% US 10Y TR, 15% Oro, 5% Plata, 5% HUI Index TR, 10% BCOM TR, 5% Bitcoin, **60% S&P 500 TR, 40% US 10Y TR

incrementum

La clave sigue siendo la misma: una cartera sólida en un sistema monetario cada vez más frágil requiere componentes tanto de crecimiento como de preservación del valor. No ponga todos sus huevos en la cesta del oro, sino construya una base significativamente más sólida.

Los seis vectores de la remonetización del oro

¿Cómo podría ser el camino hacia un nuevo orden monetario? Al igual que el DeLoorean de la famosa trilogía *de Regreso al futuro* no se lanza a ciegas a una nueva era — requiere una interacción precisa entre energía, sincronización y dirección —, tampoco lo hace un sistema monetario. Por lo tanto, es poco probable que se produzca un segundo momento Bretton Woods, dada la actual situación geopolítica con sus divisiones. Mucho más plausible es una serie de cambios funcionales, como en las áreas de política de reservas, normas contables, carteras institucionales e innovación tecnológica. La transformación se está produciendo menos a través de decretos oficiales y más a través de cambios en los hábitos y las necesidades económicas.

Esto es lo que conecta los siguientes seis vectores:¹ **El oro recupera importancia allí donde la confianza, la seguridad o la neutralidad política están decayendo.**

- **Función de reserva y soberanía:** el oro como activo de reserva estatal resistente a las sanciones y reserva de valor neutral
- **Remonetización privada:** el oro como asignación estratégica para inversores privados e institucionales
- **Equilibrio y recapitalización:** el oro como opción de recapitalización silenciosa para bancos centrales y gobiernos
- **Anclaje en los mercados de deuda y crédito:** los bonos respaldados por oro como ancla de credibilidad para las finanzas públicas
- **Acumulación:** los bancos centrales occidentales como la próxima ola potencial de compradores
- **Digitalización:** la tokenización hace que el oro sea más móvil y negociable

” Sin indicios de que las placas tectónicas geopolíticas hayan dejado de moverse —de hecho, con abundantes pruebas de que la fricción entre ellas está aumentando—, es un momento peligroso para no tener oro.

Russell Napier

” Me gusta poner todos mis huevos en una sola cesta y luego vigilarla muy de cerca.

Stanley Druckenmiller

” Doc, vengo del futuro. He venido aquí en una máquina del tiempo que tú inventaste.

Marty McFly

¹ Consulte el capítulo «Los seis vectores de la remonetización del oro» en este informe de *In Gold We Trust*

Estos factores no operan de forma aislada. El aumento del precio del oro mejora los balances de los bancos centrales, facilita la reevaluación de las políticas, potencia el atractivo de los bonos respaldados por oro y aumenta el interés por las formas tokenizadas del oro. Son precisamente estos bucles de retroalimentación los que hacen que la remonetización no sea un acontecimiento puntual, sino un proceso que se refuerza a sí mismo.

La remonetización está tomando forma

» *El oro es el recíproco de la confianza en los banqueros centrales. Cuando su credibilidad se desmorona, el valor del oro no está subiendo, sino que se está redescubriendo.*

Jim Grant

No somos, ni mucho menos, los únicos analistas que señalan la posible evolución del sistema monetario. Zoltan Pozsar ya había elevado el debate sobre un nuevo orden monetario mundial a un nuevo nivel en 2022 con su artículo «Bretton Woods III», en el contexto de las sanciones a las reservas de divisas rusas. Concluyó sus comentarios con la siguiente previsión: «De la era de Bretton Woods respaldada por lingotes de oro, a Bretton Woods II respaldado por dinero interno (bonos del Tesoro con riesgos de confiscación no asegurables), a Bretton Woods III respaldado por dinero externo (lingotes de oro y otras materias primas)».²

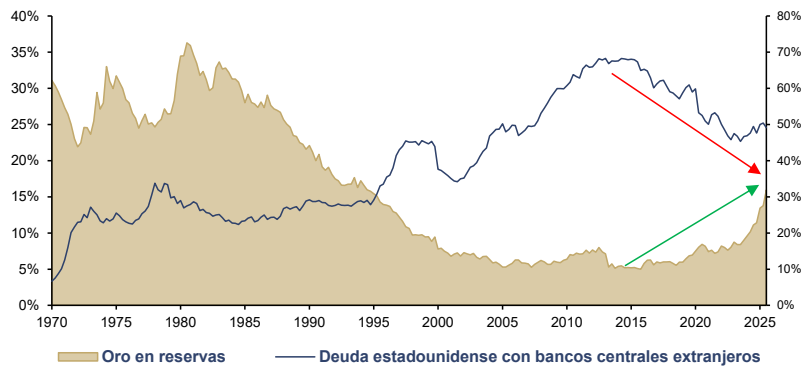
No nos cabe duda de que nos encontramos irrevocablemente en un camino hacia un nuevo orden (monetario) mundial. Este requerirá un ancla de confianza reconocida internacionalmente. Por varias razones, el oro parece estar predestinado a desempeñar este papel:

- **El oro es neutral:** no conoce banderas ni ideologías y, por lo tanto, está libre de manipulaciones geopolíticas.
- **El oro no presenta riesgo de contraparte:** a diferencia de cualquier derecho o asiento contable digital, existe de forma independiente, sin depender de la promesa de un tercero.
- **El oro es líquido:** con un volumen de negociación diario de alrededor de 330 000 millones de dólares, se encuentra entre los activos más líquidos del mundo.
- **El oro no se puede multiplicar a voluntad:** las reservas de oro llevan décadas creciendo de forma constante en torno a un 1,8 % anual. Esta disciplina de oferta determinada geológicamente es la diferencia fundamental con respecto a cualquier moneda fiduciaria.

La composición de las reservas monetarias mundiales muestra hasta qué punto ha avanzado ya la remonetización. Durante décadas, los bonos del Tesoro de EE. UU. constituyeron la columna vertebral de las carteras oficiales. Desde la crisis financiera mundial, la tendencia se ha invertido: la proporción de bonos estadounidenses en poder de los bancos centrales extranjeros está disminuyendo, mientras que el oro vuelve a ganar terreno de forma significativa. A pesar de las importantes compras, los mercados emergentes siguen poseyendo considerablemente menos oro que las instituciones occidentales.

² Véase también «Entrevista exclusiva con Zoltan Pozsar: Adaptarse al nuevo orden mundial», informe *In Gold We Trust* 2023

Deuda estadounidense en bancos centrales extranjeros (izda.), en % del total, y Oro en reservas (dcha.), en % de las reservas monetarias, Q1/1970–Q3/2025



Fuente: Crescat Capital, Federal Reserve St. Louis, World Gold Council, Incrementum AG



El precio del oro en la sombra

Si el oro volviera a ocupar el centro del sistema monetario, surgiría inevitablemente la cuestión de las consecuencias sobre los precios. Una valoración exacta es, por naturaleza, imposible, pero las aproximaciones analíticas al menos nos dan una idea de los posibles órdenes de magnitud. El concepto más conocido es el denominado precio sombra del oro.

El precio del oro en la sombra se refiere al precio teórico del oro al que la oferta de base monetaria estaría totalmente respaldada por oro. En otras palabras: El precio matemático que alcanzaría el oro si cada dólar en circulación estuviese respaldado por el oro. Ni siquiera consideramos necesario respaldar el 100 % de Mo (todo el dinero físico en circulación), como a veces se defiende; lo que implicaría un precio del oro de 20 900 dólares estadounidenses por onza. Pero hagamos el análisis considerando las reglas durante la era del patrón oro: En esa era el mercado obligó a los bancos centrales a mantener ratios de cobertura entre un tercio y la mitad. En ese escenario el precio del oro se situaría entre 7 000 y 10 400 dólares estadounidenses por onza.

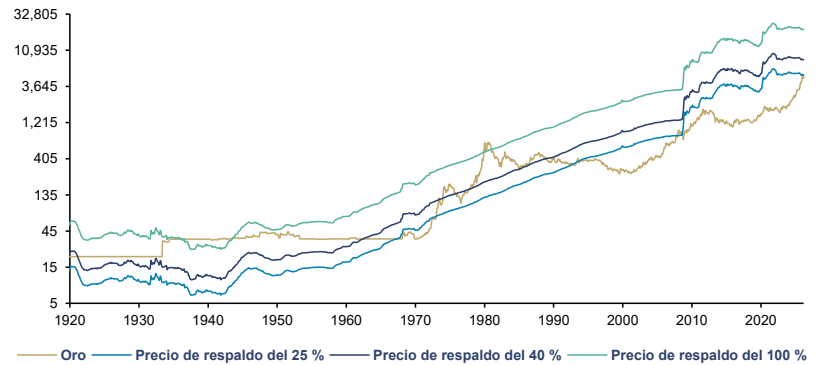
Históricamente, lo habitual eran diversas formas de reserva fraccionaria. Por ejemplo:

- Ley de la Reserva Federal de 1914: cobertura mínima del 40 % → hoy 8.350 USD/oz
- Era de Bretton Woods (1945-1971): cobertura mínima del 25 % → hoy 5.200 dólares por onza, un nivel que el precio del oro ya alcanzó en un momento dado en 2026.

» *Para que un activo siga siendo dinero, la opinión pública no debe creer que cabe esperar un aumento rápido e imparable de su oferta.*

Ludwig von Mises

Precio del oro para cubrir la base monetaria (log), en USD, 01/1920-03/2026



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



» *En las sombras encontramos la verdad.*

El Caballero Oscuro

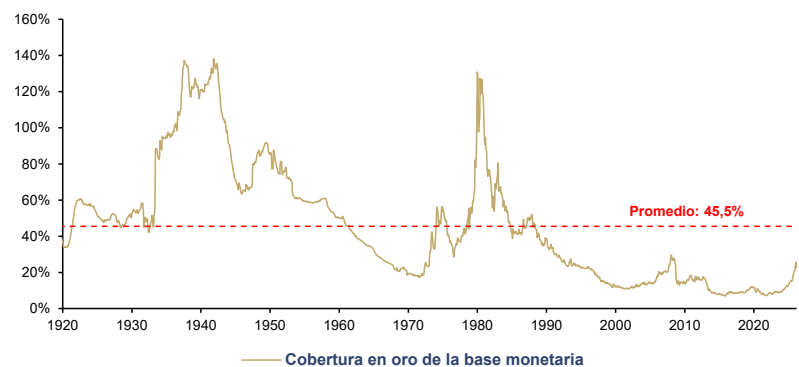
El precio del oro en la sombra revela dos cosas: en primer lugar, la enorme expansión de la oferta monetaria en relación con la cantidad de oro disponible y, en segundo lugar, el potencial de revalorización a largo plazo del oro en caso de que — tal y como se describe en los vectores esbozados anteriormente — recupere gradualmente sus funciones monetarias. El precio del oro en la sombra sirve, por tanto, de brújula para los inversores que ven el oro no como una materia prima, sino como el ancla de un futuro orden monetario.

» *El oro es... el ancla de confianza del sistema financiero. Si todo el sistema se derrumba, las reservas de oro proporcionan la garantía necesaria para empezar de nuevo.*

DNB

De manera recíproca, podemos calcular los precios en la sombra del oro según los ratios de cobertura: Durante el mercado alcista del oro de la década de 2000, este ratio se triplicó, pasando del 10,8 % al 29,7 %. En las décadas de 1930 y 1940, así como en 1980, el ratio de cobertura del oro fue incluso superior al 100 %. El máximo histórico del 131 % de 1980 correspondería a un precio del oro de alrededor de 27 000 dólares estadounidenses. **Actualmente, el ratio de cobertura del oro del dólar estadounidense es de solo el 22,4 %.** Para decirlo sin rodeos: menos de una cuarta parte de cada dólar estadounidense está respaldada por oro; las tres cuartas partes restantes no tienen valor.

Cobertura en oro de la base monetaria, en %, 01/1920-03/2026



Fuente: LSEG, Incrementum AG



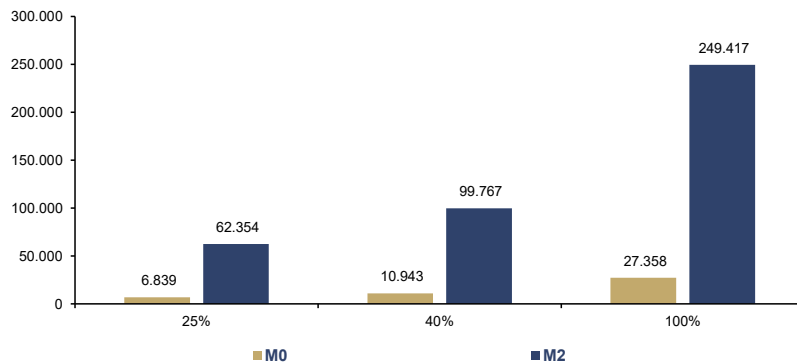
» *El oro es la base de la pirámide de Exter. En tiempos de crisis, todo se desplaza hacia abajo en la pirámide, hacia el oro. No es el oro lo que cambia, sino que todo lo demás se desinfla.*

John Exter

Demos un paso más y analicemos la situación a nivel mundial. Veamos cuál debiera ser el precio internacional del oro si los bancos centrales de las principales divisas del mundo — Estados Unidos, la zona del euro, el Reino Unido, Suiza, Japón y China — tuvieran que cubrir sus masas monetarias con sus reservas actuales de oro ponderadas según su PIB. El resultado revela el alcance de la expansión monetaria: Con una cobertura

del 100 % de la oferta monetaria amplia M2, el precio del oro estaría ligeramente por debajo de los 250 000 dólares. Incluso con un moderado 25 %, superaría los 60 000 dólares.

Precio internacional del oro en la sombra (SPG)* con distintos niveles de cobertura de oro, en USD, 2025



Fuente: World Gold Council, LSEG, Incrementum AG, *SPG = agregados monetarios + reservas oficiales de oro (en onzas troy)



El escenario bajista del oro

A pesar de nuestro escenario base estructuralmente alcista, también existen riesgos a la baja. El oro no es una calle de sentido único: las correcciones, las consolidaciones e incluso las prolongadas fases de lateralidad son inherentes a todo mercado alcista. Los principales factores de riesgo pueden resumirse de la siguiente manera:

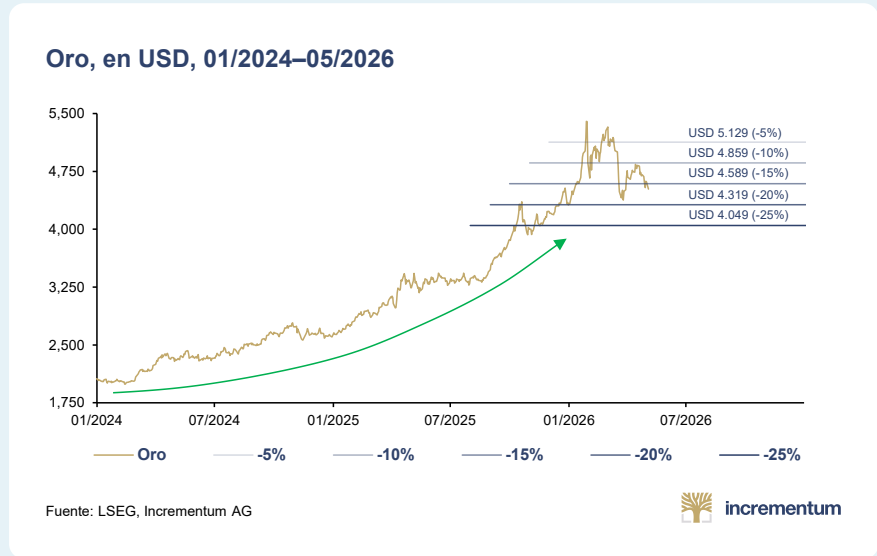
- **Restablecimiento de la credibilidad de la política monetaria:** Si fracasara la politización de la Reserva Federal y Kevin Warsh se posicionara como un halcón de la inflación, podría producirse un cambio en la dirección de la Fed que frenase la pérdida de valor del dólar.
- **Demanda de los bancos centrales:** Una caída sostenida de la demanda de los bancos centrales — que se ha mantenido estructuralmente elevada desde el estallido de la guerra en Ucrania — eliminaría un pilar clave de la demanda.
- **Relajación geopolítica:** Un alto el fuego en Ucrania, la estabilización en Oriente Medio y la distensión con China erosionarían la prima de riesgo.
- **Mejor rendimiento económico:** Una sólida expansión estadounidense impulsada por un aumento de la productividad alimentado por la IA podría redirigir el capital hacia los activos de riesgo.
- **Paradoja de la liquidez:** En un episodio de desapalancamiento, el oro se convierte en una fuente de financiación para las llamadas de margen, como se observó brevemente en el otoño de 2008 y en marzo de 2020.

¿Cómo evaluamos estos riesgos? Considerados individualmente, la mayoría resultan asumibles. El factor decisivo es si se activan simultáneamente múltiples catalizadores bajistas. Sin embargo, tal escenario requiere un grado de coherencia política que actualmente parece bastante improbable, ya que las fuerzas estructurales que subyacen a la desdolarización y al desorden monetario son el producto de décadas de desequilibrios acumulados. Ni una decisión de personal en la cúpula de la Reserva Federal ni un apretón de manos en Ginebra o Islamabad los revertirán. Nuestro escenario base sigue siendo constructivo, aunque no se puedan descartar contratiempos. Citando a Harry Browne: «Por mucha preparación que hagas, no des por sentado que conoces el futuro».

Incluso un mercado lateral temporal sería totalmente concebible como parte de una consolidación de precios y, en última instancia, resultaría saludable para el mercado alcista. Esto no pondría en peligro en modo alguno las perspectivas a medio y largo plazo del oro.

» *Cuando sabes que eres capaz de hacer frente a cualquier cosa que se te presente, tienes la única seguridad que el mundo puede ofrecer.*

Harry Browne



Quo Vadis, Aurum?

Una vez considerados estos puntos, volvamos ahora a la dura realidad del mundo de la inversión. En nuestro informe *In Gold We Trust 2020*, «*The Dawning of a Golden Decade*», presentamos nuestro modelo propio de precios del oro de Incrementum. En este modelo, utilizamos datos históricos para simular diversos escenarios relativos al crecimiento de la oferta monetaria y al ratio de cobertura del oro implícito, ponderándolos según sus probabilidades de ocurrencia.

» *No soy un jugador. Soy un tipo que ve números y patrones y apuesta por ellos.*

Michael Burry

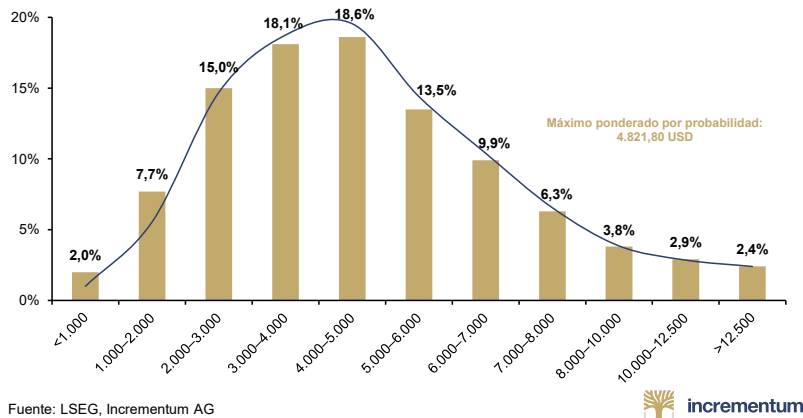
El objetivo base de 4.800 dólares para finales de 2030 se alcanzó cinco años antes de lo previsto. Si se produjera una segunda ola de inflación en Occidente, es probable que esta década pase a la historia como una década inflacionista. En el contexto de las tensiones descritas, consideramos que tal escenario es totalmente plausible y, por lo tanto, seguimos centrándonos en el escenario alternativo inflacionista con un objetivo de 8.900 dólares para el final de la década.



A 30 de abril, el oro cotiza solo ligeramente por debajo del objetivo intermedio calculado de 4.772 dólares para finales de 2026. Para alcanzar el escenario inflacionista en 2030, sería necesaria una tasa anualizada del 14,5 %: ambiciosa, pero en absoluto irrealista. **Al fin y al cabo, desde el inicio de la «década dorada», la tasa de crecimiento anual compuesta (CAGR) ha sido del 19,7 %, superando ya el ritmo requerido.**

Si la remonetización del oro descrita anteriormente se lleva a cabo efectivamente, también es posible que se alcancen niveles de precios considerablemente más altos. **Nuestro modelo siempre ha tenido en cuenta esta posibilidad, mediante una distribución de probabilidad deliberadamente sesgada hacia la derecha.** Aunque la mayoría de los escenarios se sitúan entre los 3.000 y los 6.000 dólares estadounidenses, la cola derecha de la distribución se extiende mucho más allá: con una probabilidad acumulada del 25,3 % de que los niveles de precios superen los 7.000 dólares, el riesgo al alza es cuantitativamente mucho más significativo que el riesgo a la baja. La razón es muy sencilla: una moneda fiduciaria puede tender a cero, mientras que un activo tangible como el oro no tiene límite aritmético superior. Por lo tanto, los movimientos alcistas extremos ya formaban parte integral de nuestro modelo en 2020; la última década proporciona los datos empíricos que lo respaldan.

Precio aproximado del oro en 2030 según la distribución de probabilidad, en USD



¿La remonetización del oro como catalizador del bitcoin?

Tras haber debatido ampliamente sobre el futuro del oro, surge la siguiente pregunta: ¿Qué papel podría desempeñar bitcoin en un nuevo orden mundial emergente? Las ventajas de una moneda descentralizada, independiente del Estado y transferible a través de las fronteras son evidentes. Con la introducción de una reserva estratégica de bitcoins, Estados Unidos también ha entrado en la carrera por el oro digital.

Una remonetización progresiva del oro podría resultar un catalizador para el Bitcoin. Y es que, si el precio del oro sube significativamente a raíz de una creciente demanda monetaria, también aumenta el atractivo relativo de un activo hermano digitalmente escaso, fácilmente transferible y aún significativamente más pequeño. Lo que el oro recupere en términos de reconocimiento monetario puede, por tanto, impulsar también el valor de Bitcoin. Tarde o temprano, parece plausible que los algunos bancos centrales acumulen al menos pequeñas posiciones estratégicas en Bitcoin junto al oro.

Podría surgir una competencia productiva entre los dos activos: En caso de subidas muy pronunciadas del precio del oro, podrían dirigirse entradas adicionales hacia bitcoin, ya que su potencial alcista relativo parece mayor. Por el contrario, durante fases de euforia excesiva por el bitcoin, es probable que parte del capital se desvíe hacia el oro para garantizar estabilidad y liquidez. El oro y el bitcoin no son, por lo tanto, solo rivales, sino también puntos de referencia mutuos dentro de la misma clase de activos monetarios.

” *No tiene sentido estar seguro y tener una posición pequeña.*

George Soros

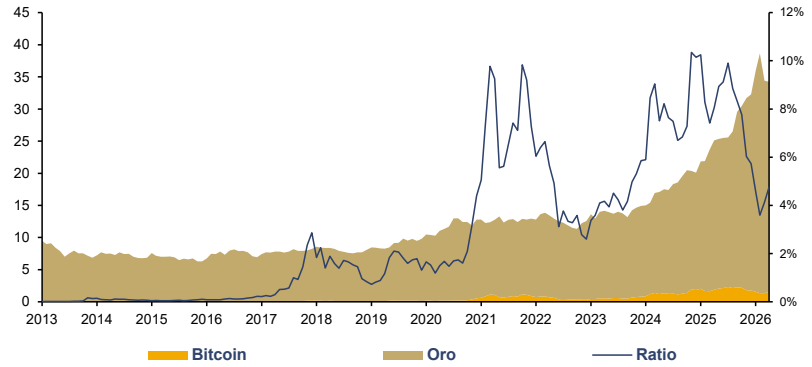
” *El oro representa la fe en el pasado, el bitcoin la fe en el futuro. Cuando ambos suben al unísono, significa que el presente se ha derrumbado: la fe en la preferencia temporal del dinero fiduciario ha desaparecido.*

SightBringer

” *Soy un poco anticuado, pero he llegado a aceptar que el bitcoin podría ser una clase de activos con un atractivo significativo como reserva de valor.*

Stanley Druckenmiller

Capitalización bursátil del bitcoin y oro (izda.), en miles de millones de USD, y ratio de capitalización bursátil entre bitcoin y oro (dcha.), 01/2013–04/2026



Fuente: coinmarketcap.com, World Gold Council, LSEG, Incrementum AG



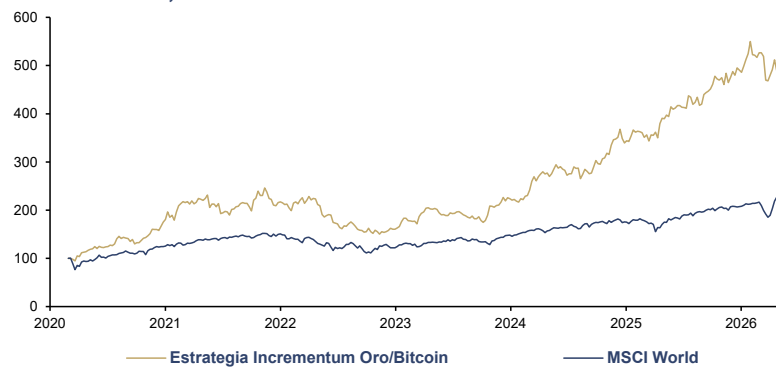
» *El bitcoin y el oro son los dos activos alternativos más líquidos del mundo. No compiten entre sí, desempeñan funciones diferentes [...] y se complementan como cobertura contra la inflación en cualquier coyuntura.*

Charlie Morris

El hecho de que el oro haya ganado un competidor en el universo de los activos no inflacionarios no es una desventaja, sino todo lo contrario. Cada vez más inversores se dan cuenta de que una inversión combinada en ambos activos es superior, en términos ajustados al riesgo, a invertir en cualquiera de los dos activos por separado. En septiembre de 2025, Cantor Fitzgerald lanzó el *Gold Protected Bitcoin Fund*, un vehículo que combina el potencial alcista del bitcoin con la protección frente a las caídas que ofrece el oro. Desde enero de 2026, 21Shares cotiza el ETF BOLD en la Bolsa de Londres. Se trata, por tanto, del primer producto regulado en el Reino Unido que combina ambos activos en una cartera ponderada por riesgo.

Con un toque de orgullo, debemos mencionar que probablemente fuimos de los primeros en plasmar una estrategia combinada de oro y Bitcoin en un concepto de inversión. Desde hace más de seis años, gestionamos nuestra cartera siguiendo el lema «Oro y Bitcoin: juntos somos más fuertes».³

Estrategia Incrementum Oro/Bitcoin y MSCI World, en USD, 100 = 02/2014, 02/2020–05/2026



Fuente: LSEG, Incrementum AG



³ Consulte «Criptomonedas: ¿amigas o enemigas?», informe de *In Gold We Trust* de 2018, nuestro Bitcoin Compass trimestral, así como nuestras soluciones de inversión.

¿Con qué brillo brillará el rendimiento del oro?

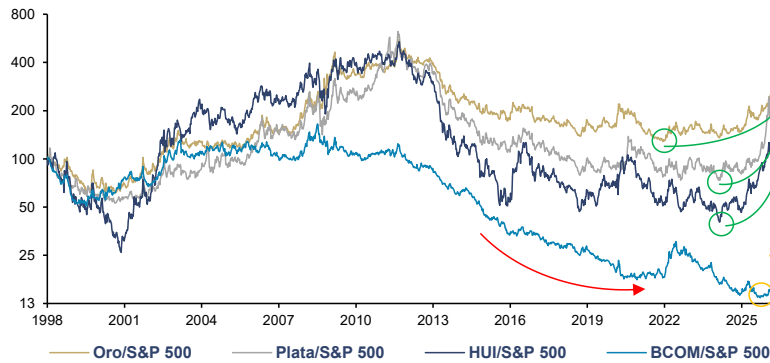
El oro allanó el camino; la plata y las acciones mineras le siguieron. Ahora está comenzando la recuperación de las materias primas que predijimos en «The Big Long».

El gráfico siguiente muestra el oro, la plata, las acciones mineras (HUI) y el índice de materias primas (BCOM), cada uno en relación con el S&P 500. Tras casi quince años de bajo rendimiento — marcados por la línea de tendencia descendente en rojo —, los cuatro ratios señalan ahora una fortaleza relativa. El oro va a la cabeza, seguido con cierto retraso por la plata y las acciones mineras; e incluso el BCOM está saliendo del fondo. Una ruptura sostenida en estos ratios sería más que una simple señal técnica: marcaría un cambio fundamental en los flujos de capital, alejándose de las acciones estadounidenses y dirigiéndose hacia una clase de activos que ha permanecido en la sombra durante más de una década.

» *El repliegue de EE. UU. tras los muros de Fort Monroe debería llevar a todas las principales economías a aumentar sus reservas de materias primas.*

Louis-Vincent Gave

Oro, plata, HUI y BCOM frente al S&P 500 (log), 100 = 01/1998, 01/1998–05/2026

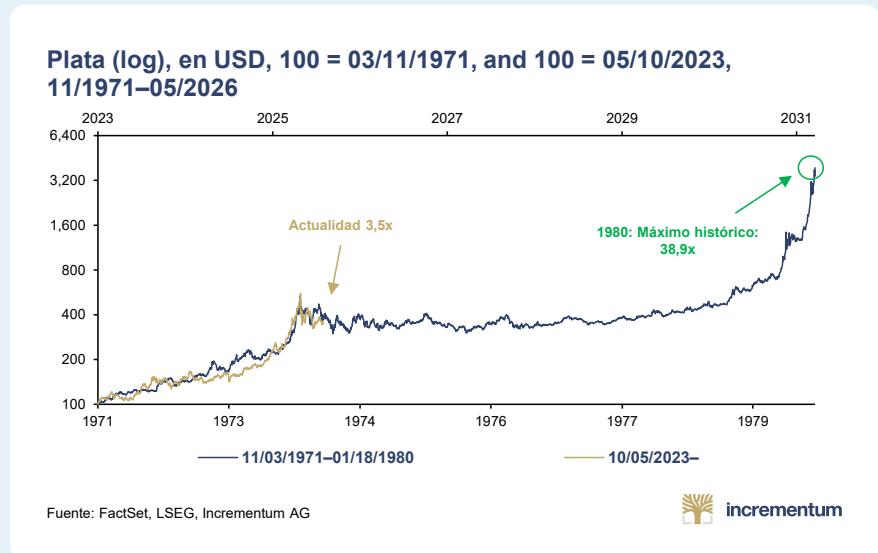


Fuente: LSEG, Incrementum AG

incrementum

Plata: el hermano pequeño crece

En 2025, la plata registró su mejor rendimiento anual desde 1979, con una subida del 146,8 %, y superó la barrera de los 100 dólares estadounidenses por primera vez en enero de 2026. El hecho de que el precio se corrigiera hasta situarse en torno a los 75 dólares tras la guerra de Irán no altera en absoluto nuestra perspectiva fundamentalmente optimista. Al fin y al cabo, desde principios de año la plata solo ha bajado ligeramente.



Fundamentalmente, todo parece estar a favor del hermano pequeño del oro. En 2025, el mercado de la plata registró un déficit de oferta por quinto año consecutivo. Para 2026, el *Silver Institute* prevé un déficit de 46,3 millones de onzas, lo que supondría el sexto año consecutivo de déficit. En total, esto supone un déficit de 762 millones de onzas, lo que equivale casi a la producción minera de todo un año.

» *Cuando se cazan elefantes, no hay que distraerse persiguiendo conejos.*

T. Boone Pickens

Más decisivo que el déficit en sí es su consecuencia: las existencias en superficie han dejado de ser un colchón. Lo que durante años se había descartado como una construcción teórica se materializó de repente en octubre de 2025: las tasas de arrendamiento se dispararon del 1 % a más del 30 %, llegando en ocasiones al 200 % de la noche a la mañana. **El mercado demostró la veracidad de un viejo adagio: los déficits no importan... hasta que importan.**

La peculiaridad estructural del mercado de la plata agrava la situación: dado que el 74 % de la plata se produce como subproducto de las minas de cobre, plomo/zinc y oro, ni siquiera los precios récord provocan apenas una respuesta en la oferta. **Por el lado de la demanda, entra en juego una tríada estructural: la transición ecológica, el aumento del gasto militar y la remonetización compiten por la misma oferta escasa.** La plata ha sido clasificada oficialmente como «mineral crítico» en EE. UU.; Rusia está añadiendo el metal a su fondo de reserva estatal; e India ha permitido que la plata se utilice como garantía con una relación préstamo-valor del 90 % a partir de 2025, monetizando así de manera efectiva la plata acumulada en los hogares indios. La remonetización progresiva que llevamos años documentando con el oro se ha apoderado ahora de su metal hermano menor.

» *La plata es la inversión de la década. No hay suficiente plata física para satisfacer la demanda de inversión si tan solo un pequeño porcentaje del dinero fluyera hacia ella.*

Eric Sprott

La relación oro-plata (GSR) ya ha reflejado este cambio: de 107:1 en abril de 2025, se desplomó hasta casi 46:1 a finales de febrero, el nivel más bajo desde el otoño de 2011. Esto cayó brevemente muy por debajo de la mediana a largo plazo de alrededor de 60. Con el estallido de la guerra de Irán, la GSR se corrigió bruscamente y desde entonces ha fluctuado en torno a 60.

Sin embargo, la clave es esta: los mercados alcistas no terminan en la mediana, sino en el extremo. La mediana es un hito, no un objetivo; la historia de los mercados alcistas seculares de la plata nos enseña que la relación suele sobrepasar ampliamente a la baja en la fase final de aceleración.⁴ En los máximos seculares del mercado de la plata, el ratio se situó en 18,1 (1980) y 32,6 (2011) sobre la base de los cierres mensuales. Suponiendo que el precio del oro se mantenga constante, alcanzar estos niveles de nuevo implicaría un potencial de precio de la plata de alrededor de 260 y 150 dólares por onza, respectivamente.

⁴ Consulte el capítulo «La plata tras la subida: ¿"Escalera al cielo" o "Autopista al infierno"?» en este informe de *In Gold We Trust*

Ratio oro/plata, 01/1970–05/2026



Fuente: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG



Acciones mineras: de problemáticas a ejemplares

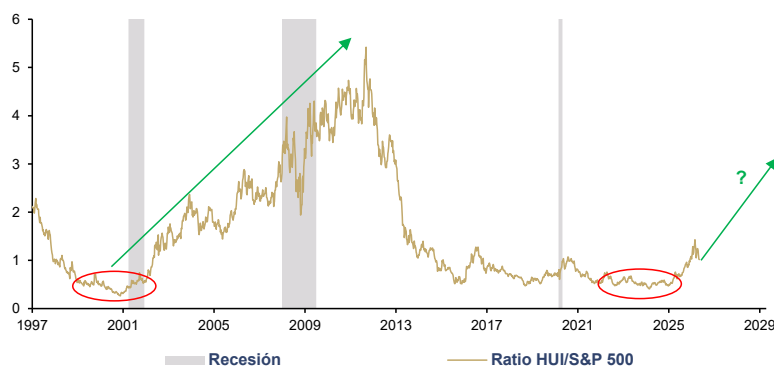
Las acciones mineras auríferas han experimentado una ruptura técnica con respecto al S&P 500 en los últimos meses. El gráfico siguiente muestra la relación HUI/S&P 500 desde 1997: Los mínimos marcados en rojo en 2000 y 2022 guardan un parecido sorprendente entre sí: ambos marcaron el inicio de ciclos de rendimiento superior de varios años para las acciones mineras.⁵

Las características clásicas de una fase temprana de mercado alcista son **inconfundibles entre las acciones mineras**: escepticismo generalizado, infraponderación estructural e indiferencia desafiante por parte de la corriente dominante. Las ganancias más fuertes no se producen cuando todo el mundo invierte, sino precisamente cuando la mayoría sigue al margen. **Como es bien sabido, el beneficio está en la compra.**

» *Se está ganando dinero con el diferencial entre el precio y el valor.*

Rick Rule

Ratio HUI/S&P 500, 01/1997–05/2026



Fuente: LSEG, Incrementum AG



Un solo dato ilustra esta discrepancia de manera impresionante: a pesar de una subida acumulada del 167 % en el GDX en 2024 y 2025, las acciones en circulación de la mayor ETF de minería de oro del mundo cayeron un 28 % durante el mismo periodo. Así pues, los inversores no solo no compraron más, sino que vendieron *activamente* mientras los precios subían. Esto no es señal de un mercado alcista maduro, sino más bien lo

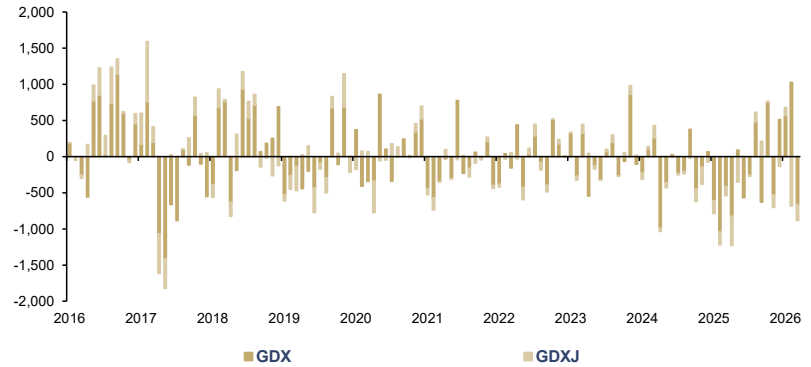
» *El inversor inteligente es un realista que vende a los optimistas y compra a los pesimistas.*

Benjamin Graham

5 Véase el capítulo «Acciones mineras: perspectivas fundamentales y técnicas» en este informe de *In Gold We Trust*

contrario: un sector que ofrece rendimientos récord pero que es ignorado por la comunidad inversora en general. En comparación, durante el mercado alcista de 2010-2013, las acciones del GDJ subieron alrededor de un 400 %.

Flujos de capital de GDJ y GDJ, en millones de USD, 01/2016-03/2026



Fuente: FactSet, Incrementum AG



” *Si no puedes soportar una caída del 50 %, te mereces un resultado mediocre.*

Charlie Munger

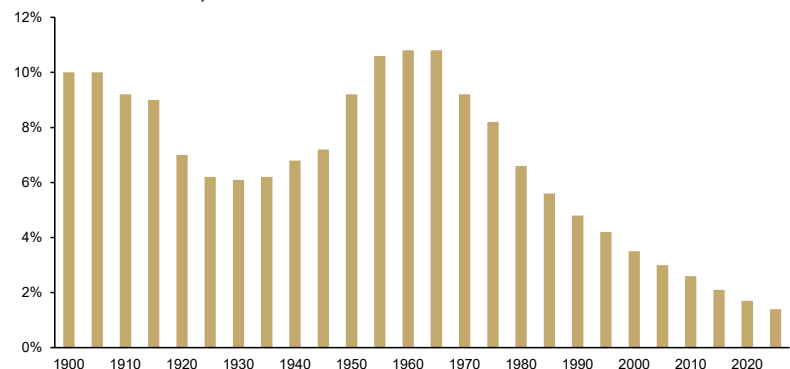
Incluso en los primeros cuatro meses de 2026, las acciones mineras se quedaron por debajo de su apalancamiento histórico a pesar de su respetable rendimiento. El tan citado apalancamiento de 3:1 en relación con el precio del oro ni siquiera se acercó a materializarse —o, por decirlo de forma positiva: **el potencial de recuperación de las acciones mineras sigue siendo considerable.**

” *Una base sólida es comprar a una valoración baja.*

Ian Cassel

Un vistazo a la cuota de la industria minera en la capitalización bursátil mundial confirma su pérdida de importancia: mientras que su peso aún rondaba el 10 % a principios del siglo XX y alcanzó su máximo de alrededor del 11 % en las décadas de 1950 y 1960, hoy se sitúa en apenas el 1 %, el nivel más bajo desde 1900. **Marginalización no es una palabra demasiado fuerte.**

Porcentaje de la industria minera respecto a la capitalización bursátil mundial, 1900-2025



Fuente: Crescat Capital LLC, Tavi Costa, Incrementum AG



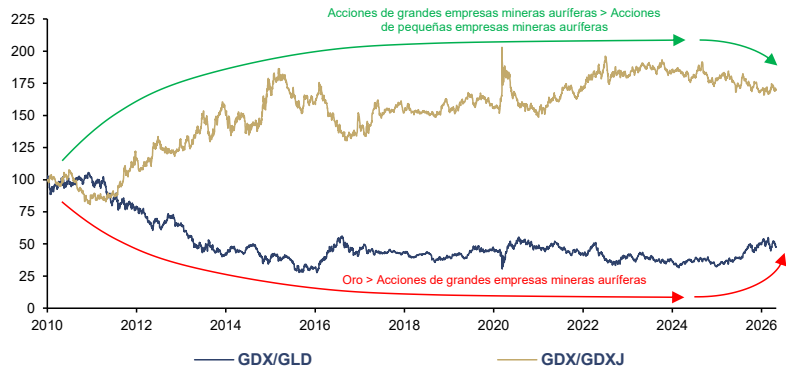
” *La inversión a contracorriente es intrínsecamente dolorosa. Va en contra de la naturaleza humana y resulta profundamente incómoda. Por eso funciona para el inversor paciente.*

Rob Arnott

Dentro del sector del oro, también existe una divergencia notable entre las grandes y las pequeñas capitalizaciones, lo que refleja principalmente un apetito de riesgo cauteloso. Si la tendencia alcista del precio del oro atrajera una mayor atención hacia la valoración y el potencial de rendimiento del sector minero, esto podría marcar el inicio de una

nueva fase de fortaleza relativa como parte de un movimiento de apetito por el riesgo, especialmente para las pequeñas y medianas capitalizaciones. La brecha de valoración que existe desde 2011 podría cerrarse rápidamente en tal escenario.

GDX/GLD y GDX/GDXJ, 100 = 01/2010, 01/2010–05/2026



Fuente: LSEG, Incrementum AG

incrementum

Materias primas: vuelta al futuro de los activos tangibles

El oro ha marcado el camino; ahora le sigue el proceso de recuperación de las materias primas. La última *Estrategia de Seguridad Nacional* de EE. UU. lo deja inequívocamente claro: la era del «globalismo sin límites» ha terminado. El libre comercio ha sido rebajado estratégicamente, el poder de EE. UU. se define en términos transaccionales y el acceso a materias primas críticas se trata explícitamente como una cuestión de seguridad nacional. Las materias primas ya no son meros insumos de producción; **se están convirtiendo en una póliza de seguro estratégica en un mundo de acuerdos bilaterales y alianzas recién formadas.**

Sin embargo, el reajuste geopolítico es solo la superficie de un cambio más profundo. **El mundo está experimentando un cambio de régimen macroeconómico.** Mientras que en las últimas décadas predominaban las restricciones del lado de la demanda — crecimiento impulsado por el gasto de los consumidores y la expansión del crédito —, ahora las restricciones del lado de la oferta están tomando la delantera. Ya no es el «querer», sino el «tener» lo que determina el crecimiento. **La economía está volviendo de las nubes a la tierra de la realidad de las materias primas.**

Para el mercado de las materias primas, este doble cambio nos lleva a estar convencidos de que el mercado alcista va por buen camino. Dos factores respaldan esta opinión. En primer lugar, la falta de inversión estructural: tras una década de recortes radicales en la inversión en activos fijos — impulsados por los bajos precios, la presión de los accionistas, la desinversión en ESG y la COVID — la cartera de proyectos es históricamente escasa, mientras que la disminución de la ley del mineral aumenta aún más la intensidad de capital. En segundo lugar, los impulsores seculares de la demanda: la electrificación, el auge de los hiperescaladores impulsado por la IA y la fragmentación geopolítica que está convirtiendo el nacionalismo de los recursos y el «friend-shoring» en la nueva normalidad.

La revolución de la IA ilustra la paradoja con una ironía casi poética. Su dinámica recuerda al auge ferroviario del siglo XIX: el capital fluye hacia infraestructuras transformadoras, muchas empresas quiebran a raíz de la destrucción creativa, pero las vías siguen en su sitio. Los centros de datos, los semiconductores y la infraestructura energética dependen, en última instancia, de las realidades geológicas. La anomalía de valoración ha alcanzado proporciones históricas: tanto el ratio WTI/S&P 500 como el del oro/S&P 500 cotizan en niveles históricamente bajos. Las materias primas son tan baratas en relación con las acciones como lo fueron por última vez a principios del milenio.

» *¡Los mercados bajistas dan lugar a mercados alcistas, y los mercados alcistas dan lugar a mercados bajistas!*

Rick Rule

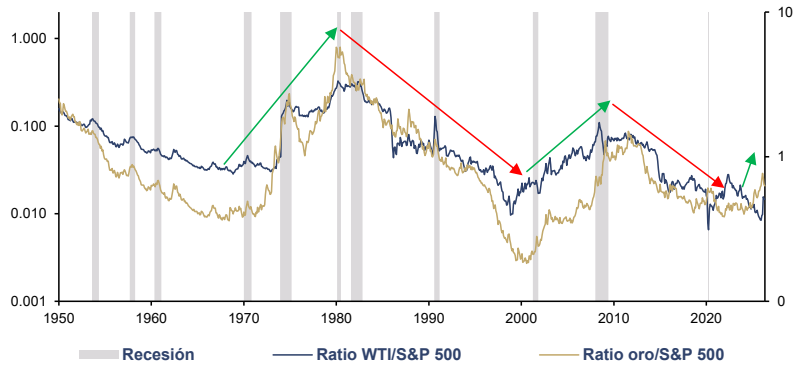
» *Me da un miedo terrible la IA... pero va a ser la mayor creadora de riqueza de todos los tiempos.*

Stanley Druckenmiller

» *La economía mundial está experimentando un colapso estructural en la conversión de activos financieros en producción física.*

Craig Tindale

Ratio WT/S&P 500 (izda., log) y ratio Oro/S&P 500 (dcha., log), 01/1950–05/2026



Fuente: Nick Laird, LSEG, Incrementum AG



» *En las materias primas, se necesita un estómago de acero y un horizonte de décadas.*

Jim Rogers

La clave es que **el repunte aún no ha cobrado un impulso generalizado**. El oro y la plata han liderado el camino, pero el repunte generalizado en todo el complejo de materias primas, como el observado en la fase intermedia del superciclo de la década de 2000, aún no se ha materializado. La energía y los materiales representan en conjunto menos del 6 % del S&P 500. Incluso unas reasignaciones institucionales marginales hacia activos reales provocarían subidas de precios desproporcionadas.

Ponderación sectorial del S&P 500, 01/1995–04/2026



Fuente: Tavi Costa, LSEG, Incrementum AG

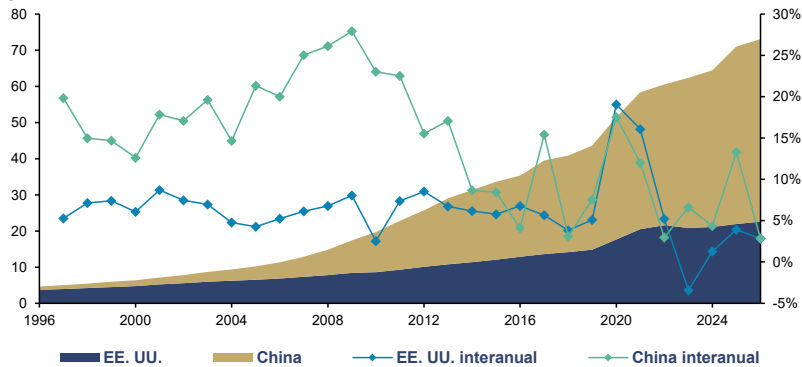


» *La economía china es un océano, no un pequeño estanque.*

Xi Jinping

Además, **China proporciona el combustible monetario para el ciclo de las materias primas**. La oferta monetaria M2 de China creció un 8,5 % en yuanes y un 13,3 % en dólares estadounidenses en 2025, a un ritmo significativamente más rápido que el PIB nominal. Con algo menos de 50 billones, el M2 de China ya es más del doble que el de EE. UU., y esto en una economía cuyo PIB nominal es solo de aproximadamente dos tercios del de la economía estadounidense.

EE. UU. y China: M2, en miles de millones de USD (izda.), y variación interanual (dcha.), 1996–2026

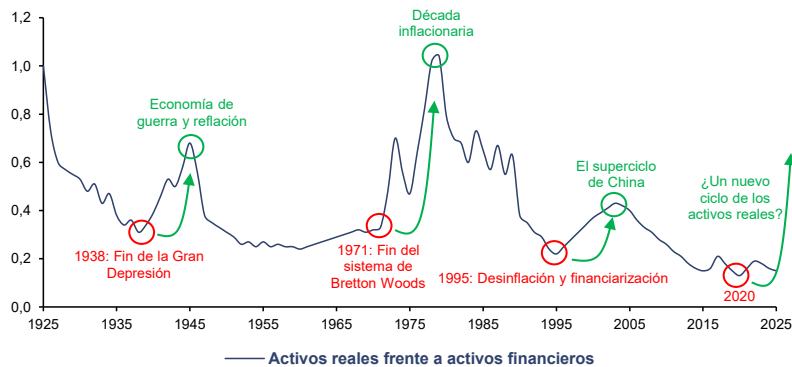


Fuente: LSEG, Incrementum AG

incrementum

La relación entre los activos reales y los activos financieros se desarrolla a lo largo de décadas, no de trimestres. El gráfico siguiente ilustra esta evolución a lo largo de un siglo: cada mínimo significativo fue seguido de una fase de rendimiento superior pronunciado de los activos reales — en 1938 con la economía de guerra y la reflación, en 1971 con el fin de Bretton Woods y la década inflacionista de los años setenta, y en 1995 con el superciclo chino. En 2020, la ratio alcanzó un nuevo mínimo histórico. **Desde entonces, se han multiplicado los indicios de un proceso de tocando fondo. ¿Se acerca ya el próximo ciclo de los activos reales?**

Activos reales frente a activos financieros, 1925–2025



Fuente: Bloomberg, Incrementum AG

incrementum

A medio plazo, el mercado de materias primas reflejará el nuevo panorama geopolítico: a medida que Estados Unidos se retira de su papel de liderazgo, Europa, China y el Sur Global están mejorando sus infraestructuras de defensa y energía. La consecuencia es previsible: **las naciones y las empresas competirán por los recursos estratégicos como si no hubiera un mañana.** A corto plazo, están surgiendo nuevos catalizadores alcistas: una relajación de la política monetaria sincronizada a nivel mundial, un dólar estadounidense más débil y estímulos expansivos por parte de Pekín.

Regreso al futuro monetario: la conclusión

» *Lo que hace que el oro resulte atractivo son los riesgos que no asumimos al poseerlo.*

Michael Weeks

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

Otra

» *Tu futuro aún no está escrito. El de nadie lo está. Tu futuro es lo que tú hagas de él. Así que haz que sea bueno.*

Doc Brown, *Regreso al futuro III*

Michael Weeks resume los argumentos a favor del oro y, al hacerlo, da un giro radical a la lógica habitual de valoración: el valor del metal precioso no reside en lo que promete, sino en lo que ahorra a sus propietarios. Su enfoque *vía negativa* es fascinantemente claro: el oro no conlleva riesgo de duración, ni riesgo de crédito, ni riesgo de liquidez. No hay balances que implosionen, ni flujos de caja que se agoten, ni una gestión que asigne mal el capital. El oro no requiere ni la confianza ni la buena voluntad de una contraparte. El oro solo requiere un lugar de almacenamiento seguro. En un mundo en el que los bonos del Estado se están convirtiendo cada vez más *en certificados de confiscación* y el experimento del dinero fiduciario está entrando en su fase final del ciclo, es precisamente esta ausencia de riesgo lo que constituye la ventaja competitiva decisiva.

Desde nuestro punto de vista, el oro no se remonetizará por un retorno ideológico al patrón oro, sino a través de la restauración pragmática de sus funciones monetarias y como activo tangible en los balances financieros. Este proceso se originará en el Sur Global (bloque BRICS y economías emergentes). Los gobiernos y bancos centrales de Occidente no admitirán abiertamente la relevancia monetaria que tiene el oro hasta que las presiones fiscales y sobrecargas de sus balances se hayan vuelto casi insostenibles. **Para los inversores, la pregunta no es si el oro debe formar parte de su cartera, sino en qué cantidad y de qué forma.**

Los próximos años determinarán si el *experimento* del dinero fiduciario ha llegado para quedarse, o si es tan solo una desviación de la norma, y un breve episodio en la historia que termina con el redescubrimiento de los principios monetarios. La historia apunta claramente a lo segundo.

Para «viajar al futuro monetario» no hace acelerar un DeLorean a 88 millas por hora como en la famosa trilogía de *Regreso al Futuro*. Ese mañana financiero ya lleva tiempo ganando velocidad. Mientras Marty McFly dependía del condensador de flujo para viajar en el tiempo, los inversores de hoy solo necesitan acudir al elemento de la tabla periódica con la reserva de valor más antigua y tangible de la historia, y no a activos supuestamente seguros como los bonos del Estado. Lo que necesitamos es un ancla monetaria en la que la humanidad ha confiado durante cinco milenios; una base neutral y libre de deuda para el comercio y el intercambio, ajena a los intereses políticos y de poder.

Llevamos veinte años trazando este camino. Y nuestra brújula sigue apuntando en la misma dirección:

CONFIAMOS EN EL ORO

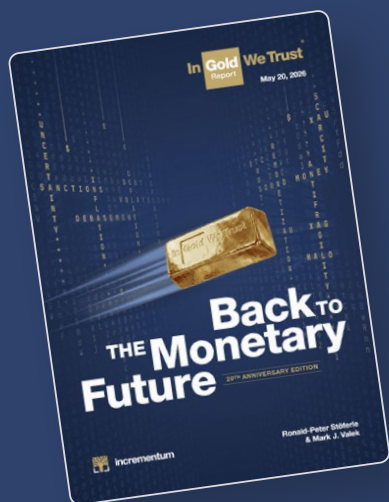
In Gold We Trust[®] Report

2026

Tiene en sus manos la versión abreviada del informe *In Gold We Trust* 2026. El informe completo consta de 27 capítulos y puede ser descargado gratuitamente en ingoldwetrust.report.

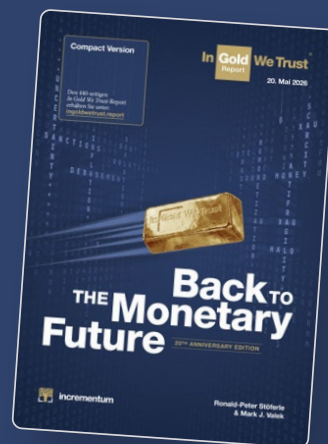


Acompáñenos en nuestro ¡viaje dorado!



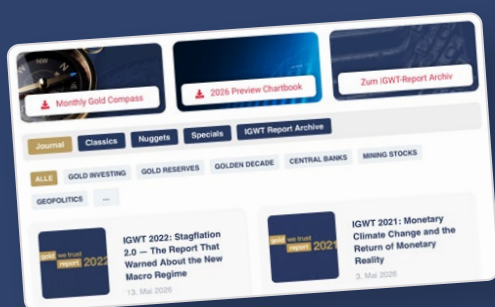
In Gold We Trust report 2026

<https://ingoldwetrust.report/download/55996/?lang=en>



In Gold We Trust report 2026 Compact Version

<https://ingoldwetrust.report/download/55997/?lang=en>



In Gold We Trust Content Vault

<https://ingoldwetrust.report/content-vault/?lang=en>



LinkedIn

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



Youtube

<https://www.youtube.com/@ingoldwetrustEN>



X

x.com/IGWReport



Newsletter

<https://www.incrementum.li/en/newsletter>

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

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* 2026:

Gregor Hochreiter, Richard Knirsch, Lois Hasenauer-Ebner, Doris Ringsmuth, Jeannine Grassinger, Stefan Thume, Theresa Kammel, Daniel Luis Gomes, Denis Ott, Carlo «Migs» Caparas, David Waugh, Katrin Hatzl-Dürnberger, Ted Butler, Thomas Vesely, Isabella Vesely, Florian Grummes, Elizabeth y Charley Sweet, Felipe Hurtado, Matthias Flödl, Kazuko Osawa, Bruce (Yuichi) Ikemizu, Max Urbitsch, Dr. Judy Shelton, Craig Tindale, Luke Gromen, Grant Williams, Bernd Gorbach, Wolfgang Stecher, SPiNNWERK, Markus Hofstädter, Seasonax, Jochen Staiger, Ilse Bauer, Paul Wong, Fabian Wintersberger, Leopold Quell, Match-Maker Ventures, Richard Schodde, Silver Institute, World Gold Council, Mining Visuals, todo el maravilloso equipo de Incrementum y, por supuesto, nuestras familias!

Socios Premium



Argenta Silver

Argenta Silver Corp. es una empresa de exploración orientada al crecimiento centrada en la plata para la transición energética. Su proyecto insignia El Quevar, del que es propietaria al 100 %, alberga un yacimiento de plata pura de alta ley y abarca 57 000 hectáreas en una jurisdicción de primer nivel: Salta, Argentina.

www.argentasilver.com



Barrick

Barrick es una empresa líder mundial en minería, exploración y desarrollo con activos de oro y cobre de primera categoría y larga vida útil repartidos por 17 países. El mayor productor de oro de EE. UU. NYSE: B | TSX: ABX.

www.barrick.com



Elemental Royalty

Elemental es una empresa de regalías centrada en el oro y orientada al crecimiento, con una cartera diversificada a nivel mundial de más de 200 regalías, respaldada por activos fundamentales y operada por socios mineros de primer nivel.

www.elementalroyalty.com



Elementum

Valores reales. Más seguridad para su prosperidad financiera. Su socio competente para soluciones estratégicas en oro y plata físicos. Para particulares, familias, empresarios y empleados.

www.elementum-international.ch



Luca Mining

Luca Mining es una empresa canadiense dedicada a la producción de oro, plata y metales básicos que explota dos minas en México, centrada en optimizar sus operaciones, aumentar la producción y desarrollar oportunidades de exploración de alta calidad.

www.lucamining.com



Newmont

Newmont es la empresa aurífera líder a nivel mundial y productora de cobre, zinc, plomo y plata, con una cartera de clase mundial en África, Australia, América Latina, América del Norte y Papúa Nueva Guinea.

www.newmont.com

20 Years of the *In Gold We Trust* Report

The Gold Standard of Gold Research: Two decades of evolution in thought, scope, and impact, expanding from focused precious metals analysis into a comprehensive macro framework. Trusted globally by investors, analysts, and institutions to navigate monetary transformation.

20 Years of Monetary Transformation

What began in 2007 as focused precious metals analysis has evolved into a global institution. This timeline maps our evolution in thought, not just page counts. To navigate complex modern markets, we expanded our core framework to integrate crucial drivers like de-dollarization, Bitcoin, and geopolitics.

Expanding the Macro Framework

Silver | Mining Stocks | Inflation | Debt Geopolitics | De-dollarization | Bitcoin Commodities | ESG

Navigating the Complexity

Making sense of these shifting markets requires disciplined methodology. We built our suite of Proprietary Research Models and signature ratios to filter the macroeconomic noise and anticipate the modern investment landscape.

Proprietary Research Framework

MODELS

Gold Price Model
The New 60/40 Portfolio
Optimal Gold Allocation
Active Aurum Signal
Recession Phase Model
Inflation Signal
World Gold Price

SIGNATURE RATIOS (GOLD)

Oktobertfest Beer Ratio
Ski Ticket Ratio
Porsche Ratio
iPhone Ratio



2007
First Edition by
Ronald-Peter Stöferle



2017
IGWT Chartbook



2022
IGWT Monthly
Gold Compass



2013
Mark Valek joins
as Co Author



2019
IGWT Special
Publications



2024
IGWT Report
Print Version



2014
IGWT Report
Compact Version



2021
IGWT Nuggets



2025
Japanese
Version

Supported by Industry Leaders

The *In Gold We Trust* report remains available free of charge, made possible by the unwavering support of our Premium Partners—the crème de la crème of the gold industry.



5
Languages



3,000+
Charts & Tables



60+
Contributors



5,000+
Pages Written

Report Growth & Gold Price (2007–2026)

— Gold Price (\$)
- - - Pages (Count/Year, EN)
— Charts & Tables (Count/Year)

\$4,623
As of April 30 2026
▲ +590%

PAGES, 2026
460+
▲ 1,991%

CHARTS, 2026
330+
▲ 1,275%

2007
\$670

22 PAGES
24 CHARTS

2026

20 Years of Evolution
20 Years of Independent Research

The World Changes. *In Gold We Trust* Evolves.

Explore 20 years of insights and discover the 2026 edition.

