

**Compact Version**

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

In **Gold**  
Report

We Trust®  
24 de Mayo 2023



# Showdown



**incrementum**

Ronald-Peter Stöferle  
& Mark J. Valek

Nos gustaría expresar nuestro profundo  
agradecimiento a nuestros **Socios Premium** por apoyar el  
**Informe In Gold We Trust 2023**

|   |   |   |   |   |
|---|---|---|---|---|
|   | <br><b>AGNICO EAGLE</b>                          | <br><b>a sante</b><br>GOLD CORPORATION                 | <br><b>Aurion</b>   |   |
| <br><b>Caledonia Mining Corporation Plc</b>                          | <br><b>DAKOTA GOLD</b>                           | <br><b>EMX ROYALTY CORP.</b><br>THE ROYALTY GENERATOR™ | <br><b>ENDEAVOUR</b><br>MINING  | <br><b>Endeavour</b><br>SILVER   |
| <br><b>Hecla</b><br>MINING COMPANY<br>LARGEST U.S. SILVER PRODUCER | <br><b>KARORA</b><br>RESOURCES                 | <br><b>MATTERHORN</b><br>ASSET MANAGEMENT AG         | <br><b>MINERA</b><br>ALAMOS<br>INC.   | <br><b>MÜNZE</b><br>ÖSTERREICH |
| <br><b>NZBD</b><br>New Zealand Bullion Depository                  | <br><b>philoro</b><br>VIEL GOLD. VIEL ZUKUNFT. | <br><b>REYNAGOLD</b>                                 | <br><b>flexgold</b><br>a brand of  Solit | <br><b>Sprott</b>              |
|   | <br><b>TUDOR</b><br>GOLD                       | <br><b>VICTORIA</b><br>GOLD CORP.<br>TSX   VGCX      | <br><b>Ximen</b><br>MINING CORP.  |   |

# Contenido

Tiene en sus manos la versión abreviada del informe *In Gold We Trust* 2023. El informe completo comprende los siguientes 24 capítulos y puede ser descargado gratuitamente en [ingoldwetrust.report](http://ingoldwetrust.report).

Capítulo 1

## Introducción

Página 4

Capítulo 2

## Status Quo del oro

Capítulo 3

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

Capítulo 4

## Status Quo de la dinámica de la deuda

Capítulo 5

## Status Quo de la tendencia inflacionista

Capítulo 6

## Status Quo de la demanda de oro

Capítulo 7

## Conclusión: Status Quo

Capítulo 8

## El enfrentamiento de la política monetaria

Capítulo 9

## Entrevista con Zoltan Pozsar

Capítulo 10

## La desdolarización: ¿El enfrentamiento final?

Capítulo 11

## El auge de los mercados de oro orientales

Capítulo 12

## Sin intervención estatal: el histórico patrón plata de China

Capítulo 13

## Narrativas cambiantes mundo cambiante

Capítulo 14

## Katastrophenhausse: el fin de un régimen monetario

Capítulo 15

## Enfrentamiento en el dinero sólido

Capítulo 16

## ¿Ha llegado la hora de que brille la plata?

Capítulo 17

## El indicador del mercado alcista sincrónico

Capítulo 18

## Acciones mineras - Posición fundamental y técnica

Capítulo 19

## Ciclo de vida de un proyecto minero

Capítulo 20

## Minería de oro responsable: Como satisfacer la creciente demanda de sostenibilidad

Capítulo 21

## El regreso de las Capex (Inversiones de Capital): Se avecina un mercado alcista no para las materias primas

Capítulo 22

## Entrevista exclusiva con Russell Napier

Capítulo 23

## Análisis técnico

Capítulo 24

## ¿Quo Vadis, Aurum?

Página 14

# Introducción

*La lucha contra la inflación sin provocar distorsiones en los mercados está condenada al fracaso. El intenso ciclo de endurecimiento recién iniciado amenaza con poner fin a la „burbuja de todo“ llevando a un „crash de todo“.*

Informe *In Gold We Trust* 2022

Vivimos en una época en la que los acontecimientos se suceden a un ritmo cada vez más acelerado. La cita erróneamente atribuida a Lenin, „Hay décadas en las que no pasa nada, y semanas en las que pasan décadas“, parece ser ahora nuestra realidad. Las certezas de las décadas pasadas quedan obsoletas de la noche a la mañana. Al seguir las noticias, muchos de nosotros experimentamos incertidumbre, inquietud y agobio. La pandemia mundial, la crisis inflacionista, la creciente polarización política, los avances tecnológicos como la inteligencia artificial – que, por cierto, hemos utilizado para crear la portada de este informe *In Gold We Trust* – pero también el inminente realineamiento geopolítico, están cambiando nuestras vidas de formas inimaginables para muchos de nosotros hace tan solo unos años.

En anteriores informes de *In Gold We Trust* hemos hecho referencia en numerosas ocasiones a estos cambios de época que se avecinan. Elegimos títulos como „El oro en la era de la erosión de la confianza“ (2019) y „El cambio climático monetario“ (2021) por buenas razones. Y este año, también, requiere un título que capte la complejidad de la situación actual. Nos decantamos por **Enfrentamiento**. (Nota del Traductor: La palabra usada en inglés es “Showdown”.)

Si busca en el diccionario el significado de *showdown* y *enfrentamiento*, obtendrá la siguiente definición:

1. *El showdown es la fase final de una mano de póker en la que los jugadores enfrentados muestran sus cartas y se determina quién es el ganador.*
2. *El enfrentamiento es el desenlace final en la que dos o más partes se confrontan para resolver una disputa.*

En nuestra opinión, el término *enfrentamiento* es una descripción acertada de la situación actual, en la que la evolución económica, política y social está a punto de sufrir un cambio de rumbo fundamental.

La situación actual también es única porque no se trata de un enfrentamiento aislado. Se están produciendo múltiples luchas simultáneas que pueden exacerbarse mutuamente. Todos estos enfrentamientos están relacionados con cuestiones que ya hemos analizado en detalle en años anteriores en nuestro informe *In Gold We Trust*:

- **El enfrentamiento de la política monetaria**
- **Los enfrentamientos geopolíticos y la consiguiente desdolarización**
- **La revelación del precio del oro**

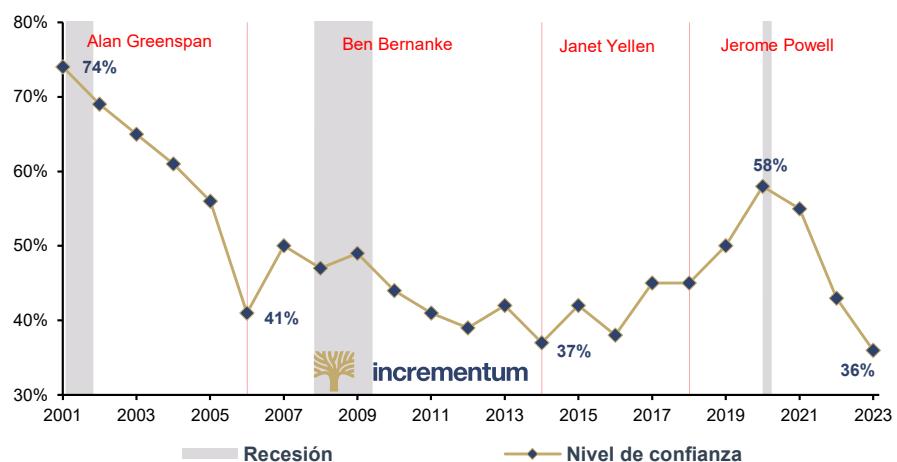
# El enfrentamiento de la política monetaria

**Es un enfrentamiento anunciado.** Porque, como predijimos en los dos informes de *In Gold We Trust*, „Cambio climático monetario“ y „Estanflación 2.0“, era sólo cuestión de tiempo que salieran a la luz las consecuencias de años de tipos de interés cero y bajos, a veces incluso negativos. Las acciones tienen consecuencias, es decir, consecuencias esperadas.

Sin embargo, los banqueros centrales habían recurrido a la retórica del apaciguamiento incluso con tasas de inflación muy por encima de su objetivo del 2%. El error cometido por Jerome Powell al insistir diciendo que la inflación era meramente *transitoria* es ahora tan legendario como el error de Christine Lagarde cuando desestimó la inflación diciendo que era simplemente un repunte en el camino. **No es de extrañar que la confianza en los bancos centrales esté en franco declive.**

Esta negligencia llevó a que la política monetaria tuviese que echar el freno de emergencia. **Con la ralentización económica ya en marcha y unas tasas de inflación todavía claramente demasiado elevadas, el trilema de la política monetaria**

## Nivel de confianza en el presidente de la Fed\*, 2001-2023



Fuente: Gallup, Incrementum AG

\*Porcentaje de personas que tienen "mucha" o "bastante" confianza en el presidente de la Reserva Federal.

– estabilidad de precios frente a la estabilidad del mercado financiero frente al estímulo económico – sobre el que advertimos, es ahora una realidad.

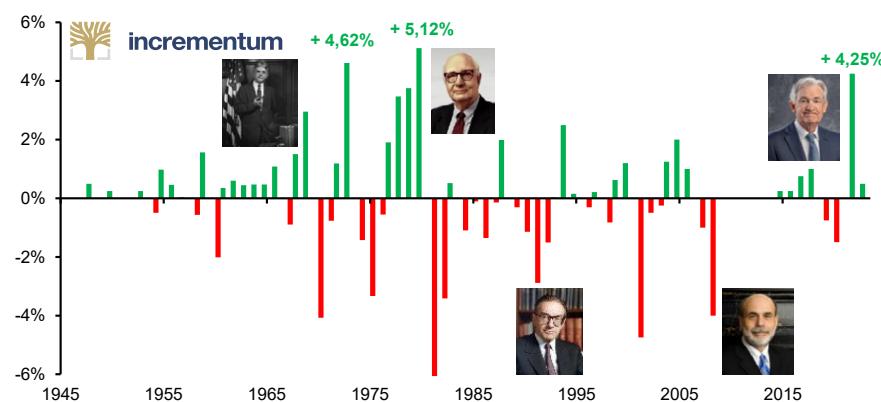
**Sin embargo, cuando los banqueros centrales reconocieron por fin la gravedad de la situación, actuaron con un rigor inesperado.** Jerome Powell subió los tipos de interés el doble en menos de un tercio del tiempo de lo que tardó Janet Yellen en el último ciclo de subidas. **La severidad de la subida de tipos nos sorprendió, como probablemente a todos los demás analistas, estrategas de mercado, gestores de fondos... y astrólogos.** Pero lo cierto es: que si se pisa el freno demasiado tarde, ¡hay que pisarlo más fuerte!

**A pesar del endurecimiento radical de la política monetaria, la inflación se muestra extremadamente obstinada.** Hasta hace poco, la Reserva Federal había señalado que estaba dispuesta a hacer todo lo que estuviera en su mano para volver a controlar la inflación. Tras una década y media de avalancha de liquidez y tipos de interés ultra-bajos, ahora aparecen cada vez más síntomas de abstinencia tras la brusca retirada de la ponchera. Cada vez es más evidente qué modelos de negocio se han apoyado únicamente en los bajos tipos de interés de los últimos años y cuáles se sostienen fundamentalmente por sí mismos.

**Las subidas de tipos de interés más fuertes y rápidas de los países industrializados en más de 40 años ya se han cobrado sus primeras víctimas.** El debacle de los fondos de pensiones en el Reino Unido, el cierre de Blackstone Real Estate Income Trust, diversas calamidades en el sector de las criptomonedas – sobre todo la espectacular quiebra de FTX – son solo algunos ejemplos de las consecuencias del brusco giro de los tipos de interés.

**En marzo, se abrió otro frente de problemas económicos** cuando el Silicon Valley Bank (SVB) se hundió sin previo aviso, seguido poco después por el colapso del Signature Bank. A principios de mayo, otro banco regional, First Repu-

## Variación anual del tipo de los fondos federales, 1914-2023



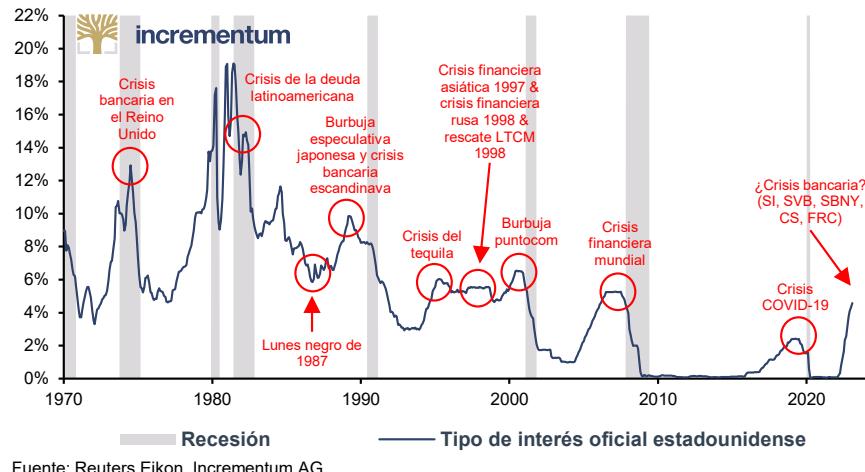
Fuente: Reuters Eikon, Incrementum AG

blic, hizo lo propio. Creemos que sería demasiado simplista culpar del colapso de los bancos regionales únicamente a la mala gestión o a su exposición al tambaleante sector tecnológico, conocido por ser muy sensible a los tipos de interés.

**Tres de las cuatro mayores quiebras bancarias estadounidenses de la historia tuvieron lugar en las últimas semanas; sólo la quiebra de Washington Mutual en septiembre de 2008 causó pérdidas significativamente mayores, tanto en términos nominales como reales.** En total, desde principios de marzo ya se han tenido que amortizar más de 500.000 millones de dólares. Se trata de una clara señal de advertencia de que el sistema financiero es mucho más frágil de lo que generalmente se supone. También a este lado del Atlántico, un gran banco ha tenido que retirar sus activos, y en el caso del venerable Credit Suisse, no se trata de un banco cualquiera. A mediados de marzo, el banco fue vendido a UBS en una operación un tanto opaca.

De manera impasible, la **corriente dominante sigue alabando** la resistencia de la economía estadounidense y restando importancia a los problemas. Sin embargo, para quienes estén familiarizados con la Teoría Austriaca del Ciclo Económico, no es ninguna sorpresa que el giro radical de los tipos de interés esté causando un dolor

## Tipo de los fondos federales estadounidenses, 01/1970-02/2023



agudo. La historia financiera está llena de precedentes en los que la inundación de los mercados con liquidez desencadenaron un auge artificial.

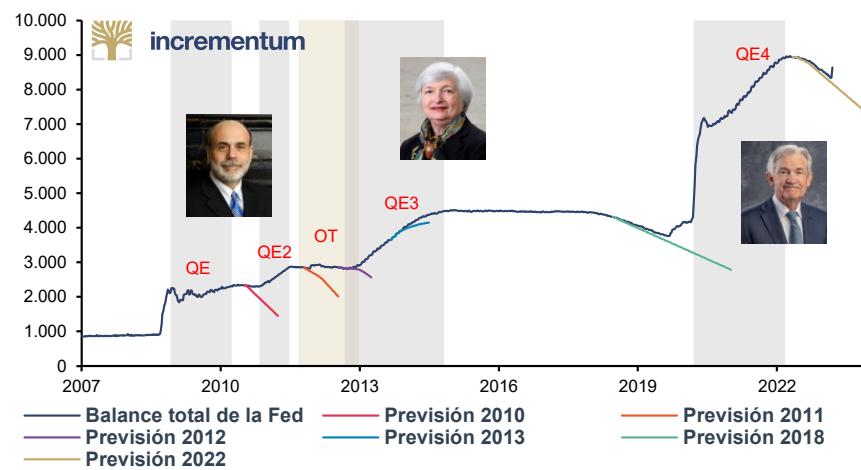
Cuando se retiran los estímulos artificiales, las malas asignaciones de capital y crédito que se hicieron en el pasado quedan despiadadamente al descubierto y han de limpiarse con dolorosos desplomes de precios, insolvencias y recessiones. „Sólo cuando baja la marea descubres quién ha estado nadando desnudo“, es como Warren Buffett describió tan acertadamente este fenómeno. Y hay muchos indicios de que muchos más nadadores resultarán estar bañándose desnudos. En este contexto, recomendamos especialmente a los lectores interesados nuestro capítulo

sobre el **auge del crack** (Katastrophenhausse) en este informe *In Gold We Trust*.

Además de las subidas de los tipos de interés, un componente clave de la política actual es el endurecimiento cuantitativo, es decir, la reducción del balance del banco central. Según el calendario previsto, el balance de la Reserva Federal se está reduciendo actualmente en 95.000 millones de dólares al mes, lo que corresponde a una reducción del 12% anual de los activos totales. Sin embargo, este calendario ya tuvo que ser modificado sin previo aviso debido a las quiebras bancarias de marzo, y el total del balance tuvo que ser inflado de nuevo en 400.000 millones de USD.

Posteriormente, se produjo un acalorado debate en los círculos del mercado financiero sobre si esta medida de rescate debía clasificarse como una vuelta a la relajación cuantitativa. En nuestra opinión, esta sutileza terminológica distrae la atención de una cuestión mucho más importante: Cuando surgen problemas sistemáticos, los bancos centrales en última instancia sólo tienen un remedio, y es proporcionar liquidez adicional. En los últimos 15 años, todos los intentos de reducir el balance de los bancos centrales 1945 han fracasado estrepitosamente al cabo de unos pocos trimestres.

## Recorrido total del balance de la Fed, en miles de millones de USD, 01/2007-01/2024e.

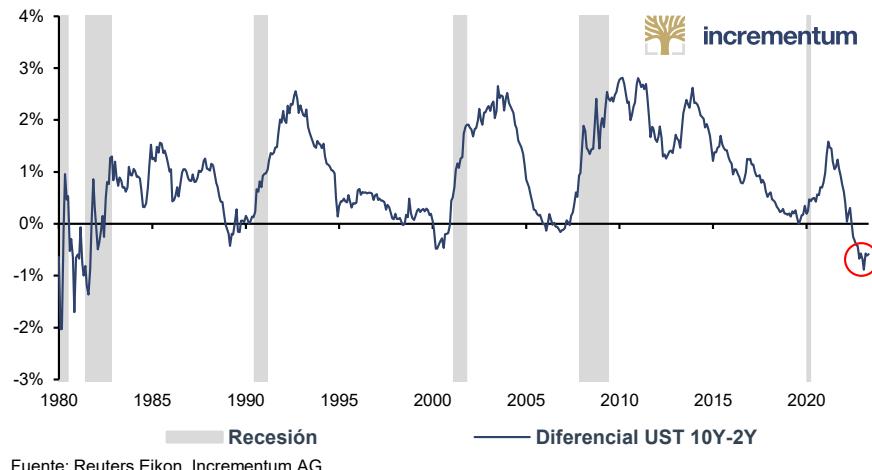


**En este contexto, la política monetaria tendrá pronto que mostrar sus cartas para ver cómo mantiene la estabilidad de los precios, la actividad económica y la estabilidad de los mercados financieros.** La pregunta crítica es: ¿Podrá la Reserva Federal mantener su política monetaria restrictiva y volver a situar la inflación en el 2% sin desencadenar una grave recesión o una nueva crisis financiera, o tendrá que volver a rescatar el sistema con medidas expansivas de estímulo y arriesgarse así a otra oleada inflacionista? **Las cartas deben ponerse sobre la mesa, a más tardar, cuando el dolor en los bancos, en los mercados de capitales o en la economía real se vuelva insoportable.**

### El crecimiento negativo de la masa monetaria es territorio desconocido

**Y los indicios de una inminente recesión en EE.UU. son cada vez más fuertes.** La curva de rendimientos fuertemente invertida, un mercado laboral que se debilita lentamente, el Índice de Indicadores Adelantados (LEI) ... todos dejan poco margen para el optimismo económico. **Para un análisis más profundo del estado de la economía estadounidense, véase el capítulo 3, „El enfrentamiento de la política monetaria“.**

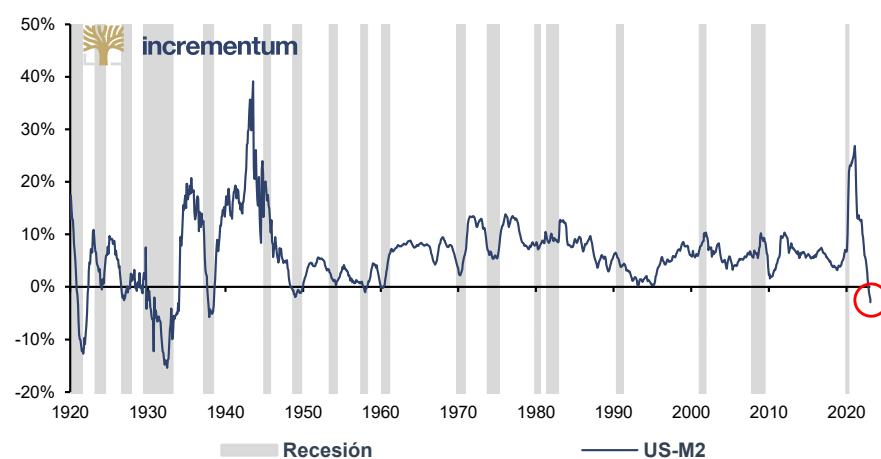
### Diferencial UST 10Y-2Y, 01/1980-04/2023



Además, el crecimiento de la masa monetaria en EE.UU., calculado mensualmente, es negativo por primera vez desde los años 50, y anualmente por primera vez desde la Gran Depresión. Como señalan los defensores de la teoría austriaca del ciclo económico, el aplanamiento del crecimiento de la oferta monetaria ya es suficiente para poner fin al auge creado artificialmente y a las burbujas que lo acompañan en los mercados. La disminución de la oferta monetaria y crediticia es señal inequívoca de una profunda perturbación económica. Basándose en sus investigaciones empíricas, nuestros amigos de *Longview Economics* esbozan las consecuencias de tal contracción de la oferta monetaria:

„Históricamente, cada vez que la masa monetaria estadounidense M2 se ha contraído anualmente, se ha producido una crisis bancaria, una depresión y/o una deflación. Aunque todos esos sucesos anteriores ocurrieron antes de la Segunda Guerra Mundial, y desde entonces se ha introducido el „seguro de depósitos“ (1933) y la Reserva Federal se ha convertido en un activo „prestamista de última instancia“, también es cierto que la masa monetaria M2 no se ha contraído desde la Gran Depresión. En ese sentido, el marco actual nunca ha sido puesto a prueba“.<sup>1</sup>

### US-M2, anual, 01/1920-02/2023



Aunque las recesiones, pero también las caídas del mercado de capitales, tienen un efecto desinflacionista y a veces incluso deflacionista, la respuesta será altamente inflacionista: QE, YCC, y recortes de los tipos de interés. **Lo que es seguro en estos tiempos de incertidumbre es que cuanto más larga y profunda sea la caída de los mercados financieros, más estimulantes, agresivas y desesperadas serán las respuestas de la política monetaria y fiscal, sentando en última instancia las bases para otra oleada de inflación más elevada.**

Para nosotros, una cosa es cierta: El *aterrizaje suave* que tanto invoca la Reserva Federal parece cada día menos probable. **Sólo en el momento en el que la Reserva Fe-**

deral revele sus cartas veremos si tiene realmente la mano fuerte que dice tener, o si el mercado verá la apuesta y su estrategia quedará expuesta como un farol.

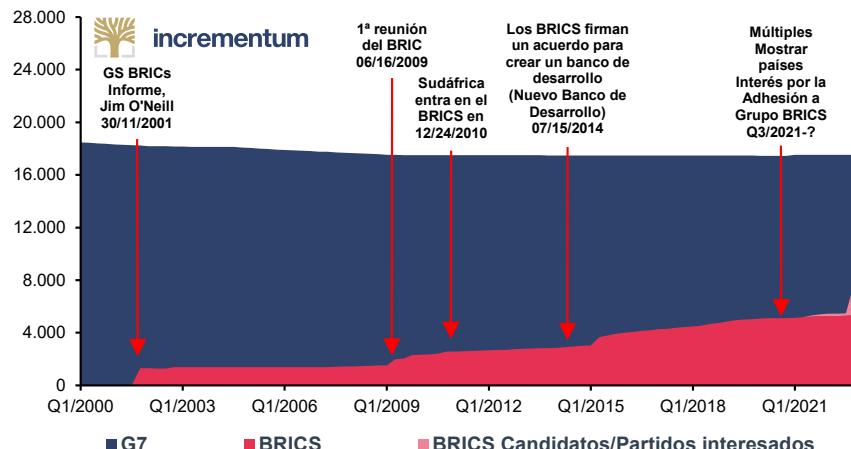
## El enfrentamiento geopolítico

En la geopolítica, también nos acercamos a un apasionante enfrentamiento. Las relaciones entre los centros de poder político del mundo son cada vez más tensas, y hay un enfrentamiento entre el *establishment* saturado y los *advenedizos* hambrientos.

En primera línea está el *colectivo de Occidente* bajo el liderazgo de Estados Unidos, por un lado, y China, Rusia y el bloque que se forma en torno a estos dos pesos pesados, por otro. Un número considerable de economías emergentes se asocian a estas últimas, algunas formalmente a través de organizaciones que desafían el orden mundial centrado en Estados Unidos. Un ejemplo central de este tipo de asociación son los Estados BRICS, a los que quieren unirse otros 19 Estados de Asia, África y Sudamérica. Y son precisamente estos Estados los que han ido acumulando cada vez más reservas de oro y reduciendo las reservas de dólares estadounidenses ya desde 2008.

**Esta tendencia se ha acelerado de nuevo como consecuencia de las sanciones contra Rusia, tal y como preveíamos el año pasado.** Los países emergentes han tomado buena nota de la *militarización del dinero* y ahora intentan reducir su dependencia del dólar estadounidense. Una de las pocas monedas de reserva neutras y líquidas en este entorno político sigue siendo el oro. La acumulación del metal precioso como alternativa se debate ahora en círculos muy oficiales. Christine Lagarde señaló recientemente: „*También estamos asistiendo a una mayor acumulación de oro como activo de reserva alternativo, posiblemente impulsada por países con vínculos geopolíticos más estrechos con China y Rusia.*“

### Reservas mundiales de oro, G7, y BRICS + candidatos BRICS. /Partes interesadas, en toneladas, T1/2000-Q4/2022



Fuente: Consejo Mundial del Oro, Incrementum AG

**Del mismo modo, se están aumentando los esfuerzos para reducir el papel del dólar estadounidense como moneda comercial.** China, por ejemplo, en 2010 prácticamente no utilizó el yuan para ninguna de las transacciones de comercio exterior, y el 83% de sus ventas exteriores se saldaron en dólares estadounidenses. En cambio, a finales de marzo de este año, y por primera vez, China realizó más ventas **en yuanes que en dólares estadounidenses**. También están aumentando los esfuerzos para desarrollar monedas comerciales y sistemas de pago alternativos. Ya en marzo de 2022, Zoltan Pozsar había iniciado este debate de forma estimulante con su artículo *Bretton Woods III*. Concluía sus observaciones con el siguiente pronóstico: „*De la era de Bretton Woods respaldada por lingotes de oro, a Bretton Woods II respaldada por dinero interno (bonos del Tesoro con riesgos de confiscación sin cobertura), a Bretton Woods III respaldada por dinero externo (lingotes de oro y otras materias primas)*“. A dónde nos llevará exactamente este viaje, nadie lo sabe por el momento. Sin embargo, no cabe duda de que estamos irrevocablemente en el camino hacia un nuevo orden (monetario) mundial.

**En este contexto cabe mencionar también el histórico acercamiento entre Irán y Arabia Saudí, en cuya mediación China desempeñó un papel destacado.** En el curso de este golpe maestro diplomático, se

concluyeron nuevos acuerdos comerciales para las entregas de petróleo y gas, **que se liquidan en yuanes**. Estos y otros acontecimientos socavan significativamente el *sistema de petrodólares* institucionalizado entre Estados Unidos y Arabia Saudí hace medio siglo. **Este año, volvemos a analizar en profundidad esta cuestión, tanto en nuestro tradicional capítulo sobre la desdolarización como en una entrevista con el analista estrella Zoltan Pozsar.<sup>2</sup>**

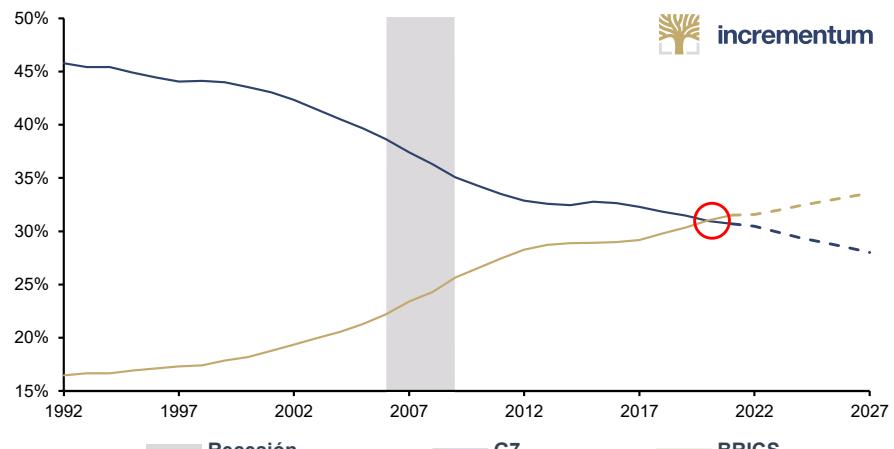
**La creciente autoconfianza política de los países BRICS es una consecuencia lógica de su creciente importancia económica.** Medidos en paridad de poder adquisitivo, estos países tienen desde 2021 un PIB agregado superior al de los países del G7. Con la excepción de China, la situación demográfica también aboga por un potencial de crecimiento a largo plazo significativamente mayor en los países BRICS que en el Occidente.

**Dada esta dinámica, es justo preguntarse hasta qué punto nos encontramos hoy en la trampa de Tucídides.** Esta teoría afirma que el ascenso de una potencia emergente conduce a conflictos con la potencia mundial establecida. El término se remonta al historiador griego Tucídides. Él señaló que el ascenso de Atenas en el siglo 5 a.C. conduciría inevitablemente a tensiones con Esparta y, en última instancia, a una guerra entre ambas potencias por la supremacía, por la posición de hegemonía. En el peor

de los casos, la creciente pujanza de China y el consiguiente cambio en la estructura de poder mundial podrían desembocar en un enfrentamiento bélico entre Estados Unidos y China – y sus respectivos aliados – como ocurrió entonces entre la Liga Ática del Mar, liderada por Atenas, y la Liga del Peloponeso, liderada por Esparta. **La trampa de Tucídides debería servir de advertencia a las élites políticas para que hagan todo lo posible por evitar la guerra y mantener la paz.**

**También se avecina un enfrentamiento en el ámbito de las materias primas.** La nacionalización de los recursos está ganando impulso . Chile, que posee las mayores reservas de litio del mundo, anunció que nacionalizaría SQM y Albemarle, dos empresas dedicadas a la producción de litio. Indonesia ha impuesto prohibiciones a la exportación de níquel y estaño para no poner en peligro el desarrollo de la producción doméstica de baterías. Nuestro querido amigo Alexander Stahel señalaba recientemente<sup>3</sup> que la teoría predominante entre legisladores de que las curvas de oferta son elásticas ha sido desmentida por la pandemia, la transición energética y la geopolítica. Esto representa un cambio radical en el panorama mundial de la inversión. Las curvas de la **oferta mundial de materias primas pueden ser ahora casi verticales, una receta para la estanflación a medio plazo.**

## PIB, G7 y BRICS, porcentaje del PIB mundial (PPA), 1992-2027e



Fuente: Acorn MC Ltd, Perspectivas de la economía mundial, Reuters Eikon, Incrementum AG

**¿Cuáles serán las consecuencias?** Las consecuencias serán la *fossilflation* (inflación de los precios de materias fósiles debido a la disminución sucesiva de los suministros de gas natural, petróleo y carbón), y la llamada *greenflación* (la subida de los precios de los metales y minerales debido al aumento de la demanda de materias primas para baterías y productos "verdes"). Las innovaciones energéticas acabarán contribuyendo a que la energía sea más limpia, barata y abundante en todo el mundo. Pero estos avances requerirán muchos billones de inversión o un *milagro energético* como el dominio de la tecnología de fusión. El superciclo de las materias primas, que hemos venido augurando en los últimos años, sigue, en nuestra opinión, claramente vigente, y podría co-

brar un impulso significativo una vez superada la actual fase de corrección.

## El precio del oro: la hora de la verdad

Esto nos lleva al tema central de nuestro informe *In Gold We Trust, el precio del oro: la hora de la verdad*. Estamos convencidos de que la situación monetaria y geopolítica, así como la evolución gráfica del precio del oro, sugieren que el precio del oro está a punto de mostrar sus cartas.

**Los bancos centrales han sido compradores netos de oro desde 2009.** Este impulso ha vuelto a acelerarse significativamente en el último año. **En 2022, los bancos centrales aumentaron sus compras un 152%, hasta superar las 1.136 toneladas.** Por otra parte, las reservas de divisas cayeron por una cifra récord de 950.000 millones de dólares. Los bancos centrales asiáticos volvieron a realizar la mayor parte de las compras de oro. Por primera vez en muchos años, China también hizo su aparición oficial como compradora. Cabe destacar que tres grandes exportadores de energía, Qatar, Irak y los Emiratos Árabes, figuran ahora entre los diez principales compradores de oro. **Presentamos que la demanda de los bancos centrales se convierta en un motor clave de este mercado alcista del oro.**

## Precios de las materias primas\*, 01/1915-04/2023



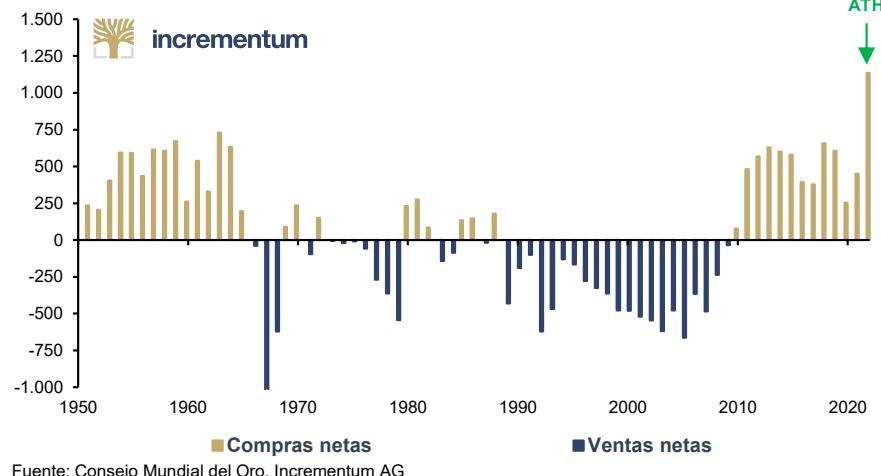
Fuente: Alpine Macro, Nick Laird, Reserva Federal de St. Louis, Reuters Eikon, Incrementum AG

\*1913-1934 IPP EE.UU. Materias primas industriales, 1935-1949 Precio al contado 28 Materias primas, 1950-1969 Precio al contado 22 Materias primas. desde 1970 S&P GSC

No sólo los bancos centrales, sino también los inversores tratarán de protegerse de una inflación tenaz, una posible recesión y el aumento de los riesgos de impago en el sistema financiero. Sin embargo, actualmente la demanda de los inversores sigue siendo moderada. Aunque los ETFs de oro volvieron a registrar entradas en marzo como consecuencia de la crisis bancaria, lo hicieron tras 10 meses consecutivos de salidas. En nuestra opinión, el grueso de los inversores financieros occidentales, de cuyo comportamiento los flujos de los ETFs son un buen indicador, permanece al margen. Esperamos que, ante los nuevos máximos históricos, se produzca un efecto FOMO (en inglés “Fear of Missing Out” y en español “miedo a quedarse fuera”) y entren en escena nuevos actores en un abrir y cerrar de ojos. La demanda de inversión de los ETFs de oro podría inclinar la balanza de la cotización del oro.

El precio del oro ya parece anticipar que la política monetaria restrictiva de EE.UU. resultará ser un farol. Aunque el precio del oro en dólares aún no ha marcado un nuevo máximo histórico, los máximos históricos alcanzados en otras divisas son augurio de que se también se producirá una ruptura alcista en el precio en dólares estadounidenses.

## Compras de oro de los bancos centrales mundiales, en toneladas, 1950-2022



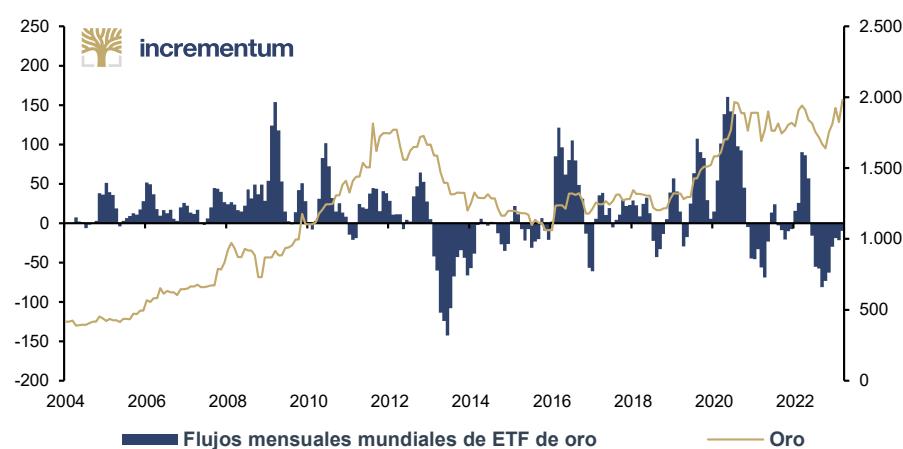
Fuente: Consejo Mundial del Oro, Incrementum AG

## En este momento tiene en sus manos la versión abreviada del informe *In Gold We Trust*.

El Informe IGWT 2023 completo tiene mucho más que ofrecer. Algunos de los aspectos más destacados en el total de 420 páginas son:

- Un análisis en profundidad del estado de la economía estadounidense, que incluye la presentación de nuestro Modelo de las Fases de Recesión (en inglés “Inrementum Recession Phase Model”). Este modelo está diseñado para orientar a los inversores en sus tomas de decisiones de inversión durante las cinco distintas fases de recesión.
- Una entrevista exclusiva con el analista estrella Zoltan Poszar sobre las oportunidades y los riesgos de una reorganización del orden monetario mundial (*Bretton Woods III*).
- Un análisis detallado del proceso de desdolarización y de las iniciativas concretas para reducir la dependencia del dólar estadounidense.
- Entrevista exclusiva con Russell Napier sobre la inflación, la represión financiera y el ciclo CAPEX (en inglés “Capital Expenditure”, o “inversiones de capital en activos”).
- Una mirada en profundidad al flujo de oro de Occidente hacia Oriente y en particular al mercado chino del oro.
- El autor invitado, Jan Nieuwenhuijs, presenta su tesis de que las reservas chinas de oro podrían ser el doble de las declaradas oficialmente.
- Un guiño reconciliador para poner fin a las peleas entre los defensores del dinero físico (léase oro) y los defensores del Bitcoin.
- Artículos de fondo sobre diversos temas, como el fenómeno *Katastrophenhausse* (palabra que usó von Mises para describir el derrumbe de la economía cuando se alarga indefinidamente

## Flujos mensuales mundiales de ETF de oro (media de 3 meses) (izda.), en toneladas, y oro (dcha.), en USD, 01/2004-03/2023



Fuente: Consejo Mundial del Oro, Incrementum AG

la expansión monetaria), el patrón plata chino, y nuestro indicador propio de mercados alcistas.

- Un capítulo detallado sobre la plata y las características de una cartera que lo contiene.
- Un vistazo a los problemas de CAPEX (inversiones de capital) en el sector minero y un análisis técnico del precio del oro.
- En el último capítulo, como cada año, nos hacemos la pregunta „Quo vadis, aurum?“ (¿Adónde vas, oro?), y presentamos una actualización de nuestras previsiones sobre la cotización del oro.

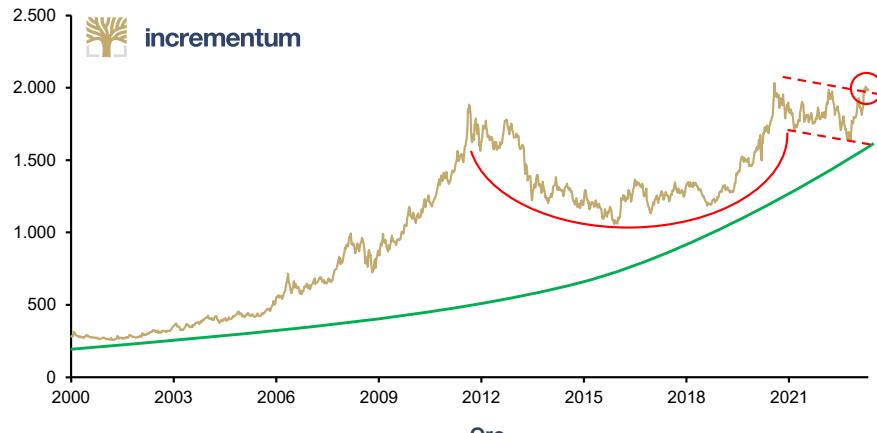
## ¡Muchas gracias!

**Año tras año, el informe *In Gold We Trust* se esfuerza por ser el análisis sobre el oro más reconocido, leído y exhaustivo del mundo.**

Cada año nos retiramos a nuestra pérgola durante unas semanas para investigar; ordenar pensamientos, datos y hechos; reflexionar; y finalmente redactar el informe *In Gold We Trust*. Al fin y al cabo, queremos ofrecerles no sólo un análisis exhaustivo de los acontecimientos actuales, sino también reflexiones históricas, filosóficas y económico-teóricas en torno al tema del oro. Para ello, ustedes, queridos lectores, son nuestro mayor incentivo. Es para nosotros un placer acercarles al siempre fascinante mundo del oro de una forma informativa, amena y comprensible. **Les agradecemos su interés y la confianza que depositan en nuestros análisis.**

**Esta es la undécima vez que se edita esta publicación anual bajo el paraguas de Incrementum AG.** Nos gustaría aprovechar esta oportunidad para dar las gracias a nuestros socios de Incrementum AG, que como buenos *sparrings*, nos prestan su ayuda gracias a lo bien informados que están en cuestiones de análisis de mercado, valoración de empresas y gestión de fondos. También nos gustaría aprove-

## Formación de copa y asa del oro, en USD, 01/2000-05/2022



Fuente: Reuters Eikon, Incrementum AG

char esta oportunidad para dar las gracias a Erste Group, editor de las primeras ediciones del informe. Sin el apoyo de Erste Group, el informe *In Gold We Trust* probablemente no habría visto la luz en su forma actual.

Sin más, le invitamos a que lea nuestro decimosexto informe de *In Gold We Trust* que con tanto tesón y esmero hemos preparado para usted, y esperamos que disfrute de su lectura tanto como nosotros hemos disfrutado escribiéndolo.

**También queremos agradecer a nuestros más de 20 fantásticos colegas** esparcidos por cuatro continentes y en diferentes husos horarios<sup>4</sup> por su enérgico e incansable esfuerzo de más de 20.000 horas de trabajo.

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

**Por último, pero no por ello menos importante, un agradecimiento especial a nuestros Socios Premium<sup>5</sup>.** Sin su apoyo, no sería posible publicar gratuitamente el informe *In Gold We Trust* y ampliar nuestra gama de servicios año tras año. Además de la publicación anual del informe *In Gold We Trust* en cuatro idiomas, publicamos nuestra **Brújula mensual del oro**, así como información continua en nuestra página de inicio *In Gold We Trust* en [ingoldwetrust](#). report.

**Consideraremos que el examen del pasado es indispensable para preparar con éxito el futuro.** Por ello, como guía sobre el tema del oro, queremos ofrecerles una vez más a ustedes, nuestros apreciados lectores, una recopilación exhaustiva, informativa y concisa.

### Notas finales

- 1 Longview Economics, "A Year of Shrinking Deposits - Now What? a.k.a. Banking Crisis Round Two", 22 de marzo de 2023.
- 2 Véase „Entrevista exclusiva con Zoltan Pozsar: Adaptarse al Nuevo Orden Mundial“, que puede encontrarse en el informe *In Gold We Trust 2023* [aquí](#).
- 3 Carta de inversión de Burggraben, febrero de 2023
- 4 Todos los colaboradores aparecen en la galería al final del informe *In Gold We Trust*.
- 5 Al final del informe *In Gold We Trust* encontrará un resumen de nuestros **Socios Premium**, con breves descripciones de las empresas participantes.

# In Gold We Trust®

Report

2023

Tiene en sus manos la versión abreviada del informe  
In Gold We Trust 2023. El informe completo consta de 24 capítulos y puede  
ser descargado gratuitamente en [ingoldwetrust.report](http://ingoldwetrust.report).



## Acompáñenos en nuestro ¡viaje dorado!



**In Gold We Trust Report 2023**  
[ingoldwetrust.report/download/26952](http://ingoldwetrust.report/download/26952)

**In Gold We Trust Report 2023  
Compact Version**  
[ingoldwetrust.report/download/26954](http://ingoldwetrust.report/download/26954)



**In Gold We Trust-Chartbook**  
[ingoldwetrust.report/download/25315](http://ingoldwetrust.report/download/25315)



**Monthly Gold Compass**  
[ingoldwetrust.report/download/igwt-gold-compass](http://ingoldwetrust.report/download/igwt-gold-compass)

**In Gold We Trust Nuggets**  
[ingoldwetrust.report/igwt-nuggets](http://ingoldwetrust.report/igwt-nuggets)

**In Gold We Trust Classics**  
[ingoldwetrust.report/igwt-classics](http://ingoldwetrust.report/igwt-classics)



**In Gold We Trust Archive**  
[ingoldwetrust.report/archiv](http://ingoldwetrust.report/archiv)



**LinkedIn**

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



**Youtube**

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



**Twitter**

[twitter.com/IGWTreport](https://twitter.com/IGWTreport)



**Newsletter**

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

# ¿Quo Vadis, Aurum?

*Mal soñador, ¿cómo te llamas?  
 Parece que viajamos en el mismo tren  
 Parece que se avecina más dolor  
 Se va a producir un enfrentamiento.*

Electric Light Orchestra, "Showdown"

## La era de los enfrentamientos múltiples

Cifras de inflación obstinadamente elevadas, tipos de interés al alza, advertencias de recesión, una crisis bancaria con guerra simultánea en Europa, cambios tectónicos en las alianzas geopolíticas e intensificación de los esfuerzos de desdolarización. No sólo estamos en una época de múltiples crisis, sino también de múltiples enfrentamientos. El dicho chino „Que vivas tiempos interesantes“ tiene una connotación inquietante y es muy posible que en China se considere una maldición.

Sin embargo, no queremos ver la circunstancia de tiempos interesantes

como una maldición, sino más bien como un reto, como una tarea que ahora hay que dominar. Para ello, debemos darnos cuenta de que, si bien los tiempos de incertidumbre e inestabilidad son un reto, también representan una oportunidad para agudizar nuestra conciencia histórica y prepararnos para los acontecimientos futuros. ¿Qué factores son especialmente importantes para los inversores en el actual periodo de incertidumbre e inestabilidad?

### La credibilidad de los bancos centrales se erosiona

No cabe duda de que la confianza en los bancos centrales se ha resentido tras sus colosales errores de apreciación de la

evolución de la inflación. El año pasado nos adentramos en el mundo de la ornitología. Escribimos:

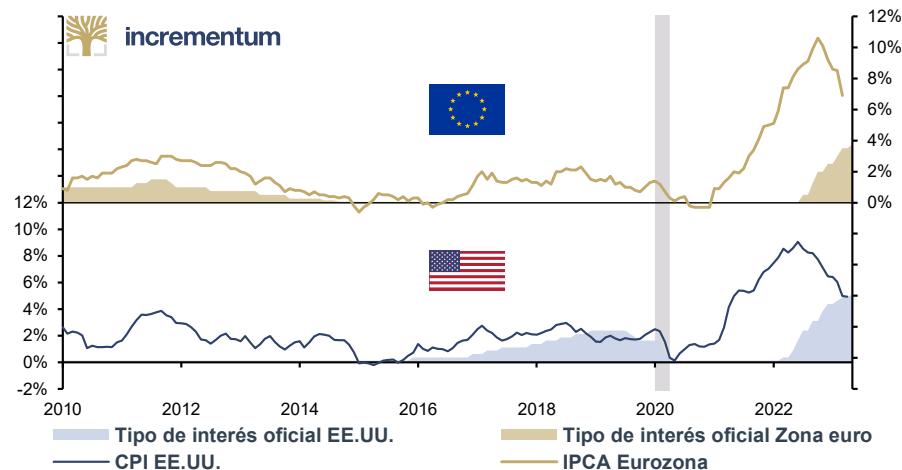
*„Mientras los banqueros centrales de Estados Unidos, Reino Unido y otros países han tardado en poner en marcha el ciclo de subidas de tipos de interés, la presidenta del BCE, Christine Lagarde, y muchos otros representantes del Consejo de Gobierno parecen no tener ni idea de lo que es un halcón de la política monetaria. Parece necesario un tutorial de ornitología económica, porque ahora hay menos halcones en el BCE que cabras montesas en Holanda. Con las medidas blandas de “las palomas”, es decir aquellos que abogan por man-*

tener los tipos de interés bajos y cuya política monetaria muestra la mayor pasividad posible, el BCE espera que el problema de la inflación desaparezca por sí solo. Sin embargo, este enfoque no es blando o ingenuo; sino más bien incendiario“.<sup>1</sup>

Un año después, puede decirse que el tutorial ornitológico-económico que recomendábamos era a todas luces urgentemente necesario. Mientras que la Reserva Federal abordó el ciclo de subidas de tipos de interés tarde pero con coherencia, el BCE reaccionó aún más tarde y con mucho menos brío. En Estados Unidos, la última oleada de inflación alcanzó un máximo del 9,1% en junio de 2022, mientras que en la zona euro alcanzó un máximo del 10,6% en octubre de 2022. El ciclo de subidas de los tipos de interés ha continuado desde entonces, hasta el 5,25% en Estados Unidos y el 3,75% en la zona euro.

**¿Están los bancos centrales convirtiendo su nido de palomas en un aviario de halcones?** La respuesta sólo la obtendremos en los próximos meses, cuando la política monetaria revele sus cartas. La Reserva Federal, en particular, ya se ha visto presionada para actuar a raíz de las turbulencias en torno a las tres grandes quiebras bancarias y ha reaccionado con rapidez. La reciente ampliación del balance del banco central en 400.000 millones de dólares es

## Tipo de interés oficial e IPC (H), EE.UU. (izda.) y zona del euro (dcha.), 01/2010-05/2023



probablemente una indicación tangible de que, en caso de duda, concede mayor prioridad a la estabilidad del sector bancario y, por tanto, de los mercados financieros, que a la estabilidad de los precios. Las quiebras bancarias que se han producido hasta ahora aún no han provocado un cataclismo que ponga en peligro el sistema. Sin embargo, creemos firmemente que un agravamiento de la crisis también conducirá a una reversión oficial de la política monetaria restrictiva.

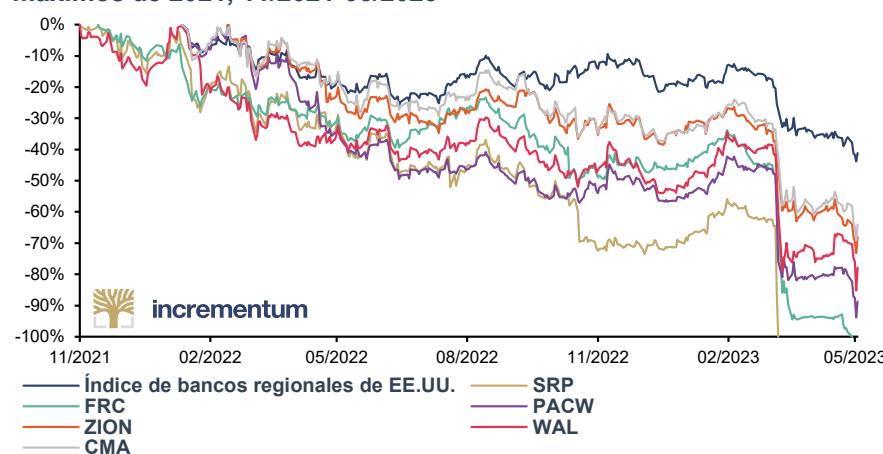
**Los últimos acontecimientos sugieren que la hasta ahora tímida recuperación de la reputación de los bancos centrales amenaza ya con derrumbarse de nuevo.** El 4 de mayo, por ejemplo, Jerome Powell seguía afirmando que el sistema

bancario estadounidense era „estable y resistente“. Pero ya el 5 de mayo, los precios de las acciones de algunos bancos regionales estadounidenses volvieron a desplomarse, en algunos casos incluso a la mitad. Si surgieran nuevos problemas graves en el sector bancario en las próximas semanas, podríamos precipitarnos a otra calamitosa pérdida de credibilidad, independientemente de que el banco central asegure lo contrario.

## El subestimado factor tiempo

Como detallamos en el informe *In Gold We Trust* del año pasado, el objetivo de la política monetaria originalmente establecido para gestionar el endurecimiento monetario y situar la inflación por debajo del marco de 2% sin desencadenar una recesión es poco realista. **Creemos que una abundancia de malestar económico se está revelando ante nosotros como resultado de la postura de la política monetaria a todo gas.** Los auges inducidos monetariamente siempre enmascararon una multitud de pecados financieros y fomentan el comportamiento gregario, la falsa conciencia del riesgo, la temeridad y una mentalidad de „esta vez es diferente“.

## Índice de bancos regionales de EE.UU. y varios bancos desde máximos de 2021, 11/2021-05/2023

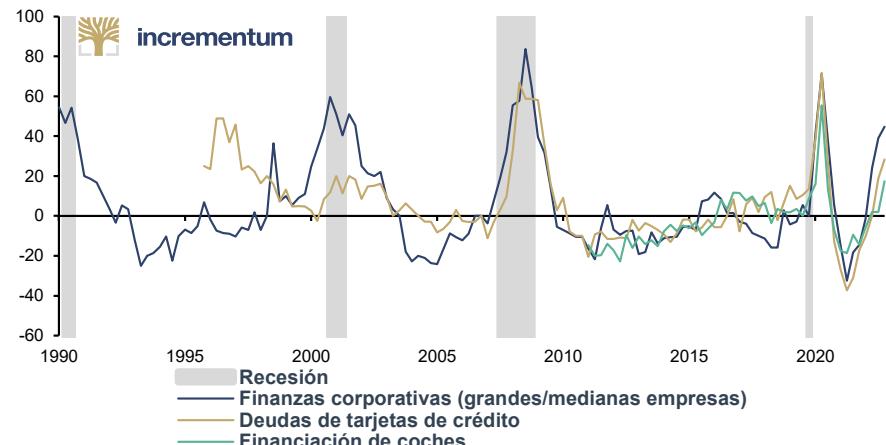


**Warren Buffett comparó los tipos de interés con la gravedad:** Al igual que la atracción gravitatoria de la Tierra afecta a la masa, los tipos de interés afectan a las valoraciones. Cuanto más bajan los tipos de interés, más suben las valoraciones debido al efecto de descuento, hasta alcanzar cotas astronómicas en el caso de tipos de interés bajos y cero. Cuando los tipos de interés vuelven a subir, las valoraciones vuelven a la tierra. Teniendo en cuenta el auge de las valoraciones durante los muchos, muchos años de tipos de interés bajos y hasta en cero, esta vuelta a niveles „normales“ de tipos de interés equivale a aterrizar con un golpe brutal en el duro suelo de la realidad para muchas clases de activos.

**En nuestra opinión, se subestima completamente el factor tiempo.** En primer lugar, la expansión de la masa monetaria tarda un tiempo en desplegarse en la economía real y hacer subir las tasas de inflación. **Una vez llamamos de broma a este desfase temporal la „Teoría del Dinero y del Tequila“.** Unos chupitos de tequila por la noche ayudan sin duda a levantar el ánimo en una fiesta. No es hasta el día siguiente cuando las inevitables consecuencias se dejan sentir en forma de náuseas, un dolor de cabeza punzante y posibles trastornos amorosos.

En 2022, las presas que contenían los precios bajos de antes de la inflación revenaron de golpe desencadenando una subida de precios generalizada en todos los sectores. Tras unos meses de retórica apaciguadora sobre el carácter supuestamente *temporal* de la inflación, cundió el pánico entre los bancos centrales. En Estados Unidos, en particular, se tiró del

### Porcentaje neto de bancos estadounidenses que endurecen sus normas de préstamo (varias categorías), 2T/1990 1T/2023



Fuente: Reserva Federal de St. Louis, Reuters Eikon, Incrementum AG

freno de emergencia de la política monetaria. Sin embargo, tirar con fuerza de este freno – a diferencia de aplicar un freno de emergencia mecánico – no desencadena ninguna consecuencia inmediata. Ahora hemos cerrado el círculo, y una vez más tenemos que advertir de los efectos retardados, pero esta vez en sentido contrario. Los efectos de la QT (en inglés “Quantitative Tightening” o contracción cuantitativa) y de la subida de los tipos de interés se dejarán sentir más claramente, día a día.

**Para ilustrar el desfase temporal de las medidas de la política monetaria, conviene que los inversores, especialmente los alcistas pesimistas, echen un vistazo al pasado reciente.** En septiembre de 2007, el entonces presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, se sintió obligado a recortar los tipos de interés por primera vez desde junio de 2003, a pesar de que la inflación superaba el 2%. Para entonces, el mercado inmobiliario estadounidense ya había sufrido un fuerte declive. Aunque Wall Street se sumió inicialmente en un frenesí de alegría, en 2008/2009 EE.UU.

y con él la economía mundial se encaminaron hacia la mayor crisis desde la Gran Depresión. Los recortes iniciales de los tipos de interés se esfumaron por completo. **El IPC estadounidense cayó del 5,6% en julio de 2008 al -2% un año después.** Los mercados bursátiles tocaron fondo el 9 de marzo de 2009, 19 meses después de la primera bajada de tipos y cinco meses después del lanzamiento del QE1. **Así que, a pesar de las numerosas pastillas para el dolor de cabeza, el tequila siguió causando estragos durante mucho tiempo.**

**Este ejemplo ilustra los considerables efectos retardados de la política monetaria.** Tendrán que pasar varios trimestres más antes de que las consecuencias de las subidas de tipos de interés de los últimos 14 meses se manifiesten plenamente. El endurecimiento de las condiciones de crédito para las empresas y los consumidores nos hace sospechar que cada día es más probable una recesión desinflacionista.

**Las preguntas cruciales ahora son:** ¿Podrá el proceso de endurecimiento monetario reducir la inflación lo suficiente como para que los bancos centrales salven la cara y vuelvan a aflojar las riendas? ¿Y puede completarse el curso de retirada de la política monetaria sin causar demasiado daño a la economía y a los mercados financieros? Esto requerirá probablemente una disciplina férrea y una independencia política a nivel de la cúpula de los bancos cen-

### Deuda por sector, EE.UU., en % del PIB

| Fecha   | Estado | Empresa | Hogares privados |
|---------|--------|---------|------------------|
| 1970    | 35,7%  | 47,0%   | 44,0%            |
| 1982    | 35,2%  | 53,1%   | 47,9%            |
| Q3/2022 | 120,2% | 78,8%   | 75,2%            |

Fuente: BPI, Incrementum AG

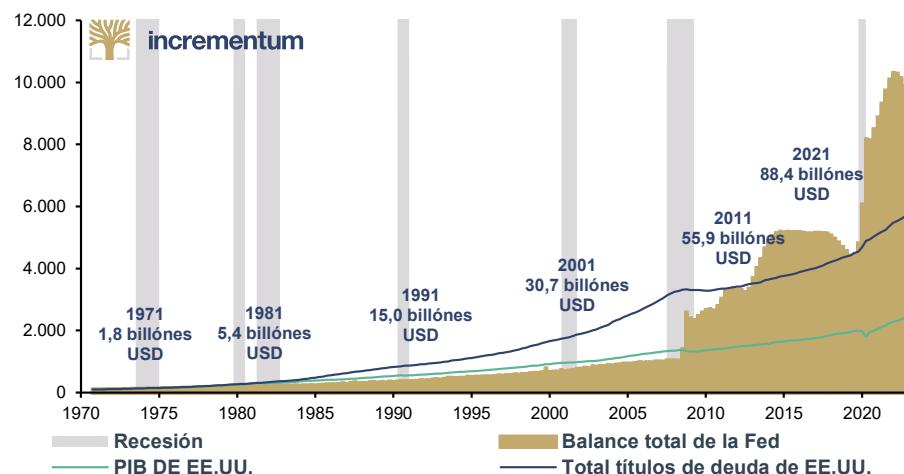
trales. Aunque Jerome Powell quiera recuperar credibilidad y confianza aludiendo a Paul Volcker, creemos que la comparación Volcker vs. Powell es inapropiada. **¿La razón principal? El significativo empeoramiento de la situación de la deuda.**

## El problema de la deuda sistemática

Tanto a nivel gubernamental como de hogares y empresas, la deuda está cerca de sus máximos y es muchas veces superior a la de la época de Paul Volcker. En consecuencia, la sensibilidad sistemática a los tipos de interés también es elevada hoy en día. Los ratios de deuda por sectores muestran la sorprendente diferencia entre el panorama actual y la situación cuando Volcker luchaba contra la inflación.

**Mientras que el compromiso con la sostenibilidad está omnipresente en todos los ámbitos de nuestras vidas, la sostenibilidad del orden monetario actual no se cuestiona de facto en absoluto.** A los bancos y gestores de activos les gusta adornarse y adornar los nombres de sus productos de inversión con términos de moda como *ESG* (en inglés “Environmental, Social, and Governance”) o *sostenibilidad*, pero parecen ignorar por completo las implicaciones ecológicas y sociales del actual sistema monetario basado en la deuda.

### Total del balance de la Fed, PIB de EE.UU. y total de títulos de deuda de EE.UU., 100 = T4/1970, T4/1970-Q4/2022.



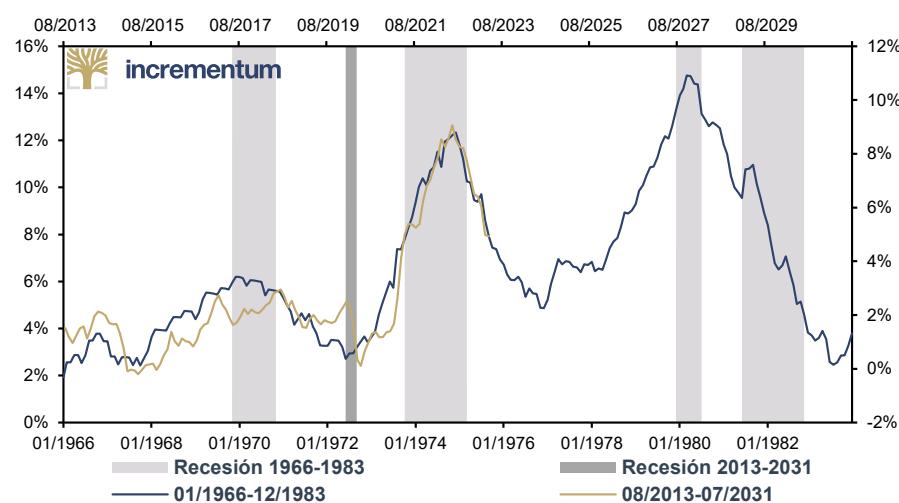
Fuente: Reserva Federal de St. Louis, Reuters Eikon, Incrementum AG

**La insostenibilidad del crecimiento inducido por la deuda queda impresionantemente demostrada en el siguiente gráfico.** Desde 1971, la deuda total del mercado crediticio – el agregado más amplio de deuda en EE.UU. – se ha multiplicado por 60, los activos totales de la Reserva Federal por 100 y el PIB por sólo 24. En los últimos 50 años, el volumen de la deuda se ha duplicado prácticamente cada década. En 2009 se produjo un punto de inflexión. Por primera vez, se registró un descenso de la deuda total en el transcurso de la crisis financiera, que fue contrarrestada por la Reserva Federal con una inflación masiva de la base monetaria en forma de QE (Quantitative Easing).

**Esta impresionante ilustración del crecimiento exponencial de la deuda y de la masa monetaria muestra dos cosas:** por un lado, la insostenibilidad sistemática del sistema monetario y, por otro, la imposibilidad de no dejar marcas de derrape al echar el freno y retirar de golpe la droga del crédito.

El desorbitado nivel de endeudamiento es, en última instancia, la principal razón para que bancos centrales no suban más los tipos de interés. Es más, los bancos están incluso siendo presionados cada día para que vuelvan a bajarlos. **La economía real, la sociedad y, en última instancia, también la política** piden a gritos una mayor relajación del crédito y un nuevo ciclo de QE (programa de estímulo). La verdad es que no importa cuál sea el detonante. Bien sea el tambaleante mercado inmobiliario, el problemático sistema bancario o el aumento del desempleo, cualquiera de estas razones son igualmente capaces de causar un cambio de rumbo en la política monetaria del banco central.

### IPC de EE.UU., int.an. 01/1966-12/1983 (iz.) y 08/2013-07/2031 (da.)



Fuente: Andreas Steno, Reuters Eikon, Incrementum AG

## ¿Se avecinan nuevas oleadas inflacionistas?

Como ya explicamos detalladamente el año pasado, esperamos que la inflación se produzca en oleadas. Como ha demostrado el pasado, la volatilidad de la inflación aumenta un entorno de tasas de inflación elevadas. En este contexto, resulta interesante comparar la actual oleada de inflación con las de los años setenta, aunque la escala no sea la misma. Lo notable es que esta comparación, que ya hicimos exactamente de esta forma el año pasado, sigue siendo sorprendentemente acertada 12 meses después.

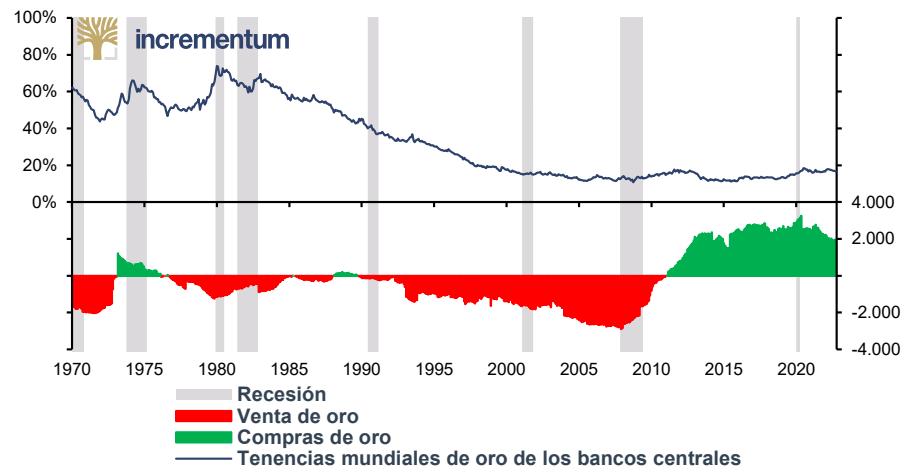
Creemos que la evolución de la inflación en los años 70 es un buen indicador del futuro. En el contexto de los problemas descritos, seguimos viendo tendencias predominantemente desinflacionistas en los próximos meses. Sin embargo, esto no significa que el peligro de inflación se haya desvanecido. Al contrario, **una segunda oleada inflacionista será tanto más probable cuanto antes haya que abandonar la política monetaria restrictiva**. Además, hay una serie de razones estructurales que explican las elevadas tasas de inflación y la alta volatilidad de la inflación a medio y largo plazo. Así pues, ¿cuáles son las razones de la elevada presión inflacionista a largo plazo?

**Por el lado de la demanda, cabe citar las siguientes razones:**

- Déficits presupuestarios crónicos y creciente dominio fiscal
- Programas de mitigación de los precios de la energía
- Transición energética, descarbonización
- Rearme y economía bélica

**Por el lado de la oferta, pueden identificarse las siguientes tendencias inflacionistas:**

**Tenencias de oro de los bancos centrales (izda.), en % de las reservas exteriores, y compras de oro a 5 años (dcha.), en moz, 01/1970-10/2022.**



Fuente: Crescat Capital, Reuters Eikon, Incrementum AG

- Aumento de las barreras comerciales, tanto por motivos medioambientales como (geo)políticos
- Sanciones por parte de socios comerciales desagradables
- La tendencia a la nacionalización de los productores de materias primas
- Deslocalización de las cadenas de suministro en detrimento de la eficiencia
- Cambio de estrategia en China: menor dependencia de las exportaciones
- Cambio demográfico: la población activa (baby boomers) disminuye en toda la OCDE así como en China.

## La historia monetaria es la historia del mundo

**La fase actual del enfrentamiento de la política monetaria va acompañada de muchas incertidumbres. Sin embargo, el grado general de complejidad se ve incrementado por las dinámicas e incertidumbres geopolíticas.** Una intersección de (geo)economía y (geo)política es particularmente evidente en la desdolarización que venimos analizando desde hace años. En los últimos meses, los países BRICS han intensificado aún más sus esfuerzos por reducir su dependencia del dólar estadounidense.

Parafraseando a Mark Twain, sin embargo, los obituarios para el dólar estadounidense son todavía prematuros, porque las divisas son activos con efecto de red, y el dólar estadounidense, como divisa mundial número 1, disfruta de todas las ventajas de un activo con una gran red de distribución. Louis-Vincent Gave compara el dólar estadounidense con Microsoft Windows. Aunque Windows se bloquea de vez en cuando y tiene numerosos fallos, es con diferencia el sistema operativo más utilizado. Un nuevo sistema operativo no sólo tendría que ser mejor, sino también tendría que superar la desventaja de no ser un activo de red para empezar. Mientras que en los bienes de consumo normales pueden coexistir muchos productos similares, los bienes soportados por una gran red tienden a ser un monopolio natural. A veces hay otros productos competidores, como Mac OS o Linux, pero éstos tienden a tener una existencia sombría en el panorama general y su uso sólo aporta ventajas en determinadas redes. En estos subsegmentos, sin embargo, son los dominadores indiscutibles. Una moneda es un activo de red clásico; pero el derecho, la lengua, los servicios de mensajería como WhatsApp, las plataformas de redes sociales y, en última instancia, las criptomonedas también son bienes de red también.

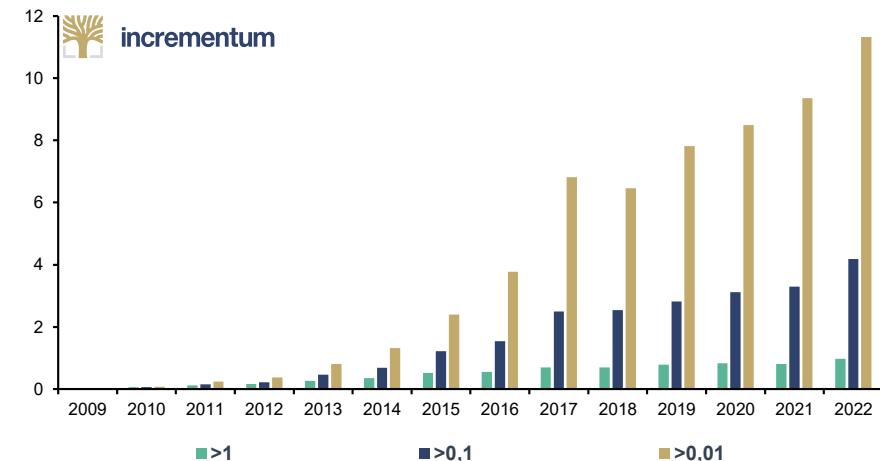
**El oro también es un bien de red, quizás incluso el bien de red monetario por excelencia.** En un mundo fragmentado, el oro podría ser el intermediario monetario que impida una desintegración económica aún mayor. Al fin y al cabo, el oro es supranacional, neutral y sin riesgo de contrapartida. El propio oro podría utilizarse en el comercio internacional, o en monedas (parcialmente) respaldadas por oro, con soluciones tokenizadas desempeñando aquí un papel. Esta idea ya ha sido planteada por los BRICS. La elevada demanda de oro por parte de los bancos centrales sugiere que el oro está recuperando importancia en esta época de crisis múltiples.

## Perspectivas de futuro: Dinero, oro y Bitcoin

**El conocimiento de la historia monetaria es esencial a la hora de considerar el papel del dinero en tiempos de cambio.** Sin embargo, además de conocer el pasado, también queremos examinar con atención las evoluciones tecnológicas recientes. En 2015, analizamos por primera vez el Bitcoin como parte del informe *In Gold We Trust*.<sup>2</sup> Las reservas digitales de valor, especialmente Bitcoin, pueden cambiar la forma en que pensamos sobre el dinero y la manera en la que almacenamos valor.

**El efecto de red de Bitcoin es claramente visible a través del creciente nú-**

## Número de direcciones Bitcoin con un importe mínimo X, en millones, 2009-2022



Fuente: Bitcoin Magazine Pro, Glassnode, Incrementum AG

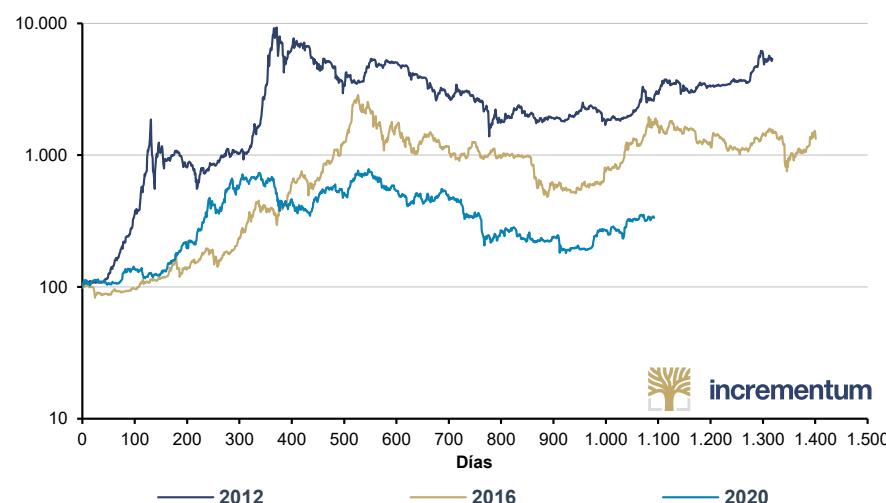
mero de usuarios y monederos. A medida que Bitcoin se extiende y adopta, se hace más atractivo y aumenta su utilidad. Cada nuevo usuario activo y monedero reforza la red al aumentar la liquidez. Este efecto de retroalimentación positiva reforza la posición de Bitcoin como criptodivisa líder y respalda su potencial como dinero del futuro.

**Un requisito esencial para el creciente atractivo de Bitcoin es su escasez absoluta debido al límite superior de la oferta fijado matemáticamente en 21 millones de unidades.** En la actualidad, el número de Bitcoins extraídos sigue aumentando en torno al 1,6% anual, con una lentitud similar a la del oro extraído anualmente. Sin embargo, la „tasa de inflación“ de Bitcoin

se reduce a la mitad cada cuatro años. Así, después de la próxima reducción a la mitad en abril de 2024, la tasa de inflación de Bitcoin será inferior a la del oro. En ciclos anteriores, el precio de Bitcoin ha subido invariablemente con especial fuerza en los meses anteriores y posteriores a la reducción a la mitad.

**En el contexto del enfrentamiento geopolítico surge una pregunta intrigante: ¿Puede Bitcoin salir vencedor de la actual reordenación del (des)orden mundial?** A pesar de las actuales tendencias a la desglobalización, es inconcebible que el comercio entre los *bloques rivales* se desplome por completo. En un contexto de crecientes tensiones geopolíticas, ciertas ventajas de una criptomonedas descentralizada como Bitcoin parecen obvias. Gracias a su independencia del control gubernamental y a su capacidad para realizar transacciones transfronterizas, Bitcoin ofrecería una alternativa a las monedas tradicionales. En el futuro inmediato no vemos que vaya a tener una adopción tan generalizada a nivel nacional – la llamada “hiperbitcoinización”. No obstante, a largo plazo, no podemos descartar que se produzca dicha ruptura en la aceptación de Bitcoin; lo que probablemente causaría un enorme revuelo, también en lo que respecta al precio.

## Rendimiento de Bitcoin por reducción a la mitad, 100 = reducción a la mitad (log), 11/2012-03/2023.



Fuente: Reuters Eikon, Incrementum AG

## ¿El renacimiento de las materias primas?

**Durante mucho tiempo se dio por sentada la disponibilidad suficiente de materias primas. Los aumentos de precios y los cuellos de botella en el suministro han vuelto a poner en la conciencia pública la posible escasez de recursos.** Por un lado, el tema es relevante en relación con la transición energética, cuya priorización política plantea la cuestión de si las materias primas necesarias están disponibles. Por otro lado, está surgiendo un nacionalismo de los recursos. Un buen ejemplo del cambio de paradigma en la importancia de las materias primas son los fabricantes de automóviles. Los fabricantes están aumentando el número de inversiones directas en operadores mineros o entrando en acuerdos estratégicos de suministro para garantizar el acceso seguro a las materias primas.

**Como decíamos en el capítulo de CAPEX,<sup>3</sup> la falta de inversión en el pasado impide que ahora disfrutemos de una mejor disponibilidad, una mayor independencia y, sobre todo, unos precios más bajos de las materias primas. El cobre es un excelente ejemplo.** La magnitud de la brecha entre la oferta y la demanda queda ilustrada por algunos de los documentos de debate de la „Conferencia Mundial del Cobre“ de abril de 2023, presentados en el *Wall Street Journal* bajo el título „La escasez de cobre amenaza la transición ecológica“.

Según un estudio de McKinsey, la demanda de cobre aumentará hasta 36 millones de toneladas en 2031. En condiciones muy optimistas, la producción podría pasar de las 21,8 millones de toneladas actuales a 30 millones. Pero incluso en las condiciones más favorables, el déficit sería considerable, de 6,5 millones de toneladas. **Para alcanzar el objetivo de emisiones netas cero, el mundo necesitaría un 54% más de cobre en 2030, según Goldman Sachs.** Las aplicaciones „verdes“ del cobre aún represen-

taban sólo el 4% del consumo de cobre en 2020, pero se espera que aumente hasta el 17% en 2030.

**Según Guy Wolf, el precio del cobre tendría que casi duplicarse hasta los 15.000 dólares para incentivar el desarrollo de nuevos yacimientos de cobre.** Esto demuestra que los fondos presupuestados para el cambio energético son claramente demasiado bajos. Además, en nuestra opinión, la situación del cobre no es una excepción, sino la regla. En algunos casos cabe esperar déficits de suministro aún más extremos, por ejemplo en el caso del litio, pero también del níquel y la plata.

**Los cálculos del „World Energy Transitions Outlook 2023“ de la Agencia Internacional de Energías Renovables (IRENA) también muestran que la voluntad política probablemente fracasará ante la realidad.** Según este estudio, el volumen de inversión acumulado necesario para alcanzar el objetivo de 1,5 °C en 2050 asciende a 150 billones de dólares. Incluso si consideramos que estas cantidades son exageradas e inasequibles, confirma una afirmación de nuestro amigo Marko Papic. Habla en este contexto de una „*orgía absoluta de capex de metales industriales*“. **Así pues, esperamos que un renacimiento del CAPEX – financiado por el Estado – fuere el cambio energético.**

**Un estudio publicado recientemente por la Universidad de Cornell muestra** que el mundo no sólo tiene una escasez estructural de las materias primas necesarias para la transición energética, sino que además muchos yacimientos importantes se encuentran en países geopolíticamente inestables como Chile, Sudáfrica, Rusia, el Congo o China, lo que representa un factor de riesgo adicional con potencial para aumentar los precios. Por tanto, es poco probable que el intento de Occidente de aislarse de países que no comparten sus valores a través de la transición energética se vea coronado por el éxito.

**Además, el procesado y refinado de metales verdes también está mucho más concentrado en China.** Esto significa que los riesgos geopolíticos para el suministro de metales industriales pueden ser incluso mayores que para el suministro de combustibles fósiles. Por lo tanto, Occidente seguiría necesitando invertir en el procesado de materiales fuera de China si continúa la actual rivalidad geopolítica entre Washington – y Occidente en general – y Pekín. **A pesar de todos los temores justificados a un futuro menos pacífico,** la rivalidad entre Estados y otros bloques geopolíticos ha conducido históricamente a menudo a saltos en la innovación tecnológica. **Así, uno de los resultados de la polarización actual podrían ser avances tecnológicos que abaraten las materias primas a largo plazo y abran oportunidades de crecimiento más eficientes en el uso de los recursos.**

# Lo Mejor del Informe In Gold We Trust 2023

Otras conclusiones clave del *informe de este año In Gold We Trust, „Showdown“*, son las siguientes:

- **Inflación:** Los banqueros centrales temen que se repita la historia, como ocurrió con Arthur Burns en los años setenta. Nuestro escenario de referencia apunta a una inflación estructuralmente más alta con una mayor volatilidad de las tasas de inflación. El capítulo incluye un extenso análisis que profundiza en los fundamentos, así como en las oleadas históricas y las posibles oleadas futuras de inflación...
- **Deuda:** Tras el velo del discurso de la sostenibilidad se esconde un peligro infravalorado: la creciente deuda pública. En este capítulo, desvelamos las alarmantes implicaciones de la pandemia de Covid-19, analizamos las subestimadas implicaciones de los bajos tipos de interés y arrojamos luz sobre el subestimado vínculo con el desarrollo económico sostenible. En particular, cuestionamos la situación de solvencia con respecto a la trampa de los tipos de interés cero que hemos puesto de relieve en numerosas ocasiones en los últimos años.
- **Desdolarización:** Ya el año pasado señalamos enfáticamente que la congelación de las reservas de divisas rusas en 2022 probablemente pasará a la historia monetaria internacional como un momento histórico. Europa se ha puesto claramente del lado de Estados Unidos. Mientras tanto, Arabia Saudí coquetea intensamente con los países BRICS, que buscan cada vez con mayor intensidad un sistema monetario multipolar. La cuestión sigue siendo: ¿Cómo responderá Estados Unidos a estos desafíos y cómo le irá al dólar en este contexto geopolítico en evolución?
- **Flujos de oro:** China, al igual que India, ha importado una enorme cantidad de oro desde principios de la década de 2000; y en el caso de China esto ha sido así a pesar de que China es también el mayor productor minero de oro del mundo. Juntos, India y China han importado oficialmente entre 34.000 y 36.000 toneladas de oro en los últimos 20 años. Y si la tesis de Jan Nieuwenhuys es correcta, las reservas oficiales de oro de China podrían ser hasta el doble de las declaradas. Juntos, China e India han pasado de representar conjuntamente el 28,7% de la demanda de oro de consumo en 2000, a acaparar casi la mitad (48,4%) de la demanda mundial de consumo en 2022, con una demanda conjunta de 1.600 toneladas el año pasado.
- **Bitcoin vs. Oro:** Bitcoin ha sido el catalizador de una nueva ola de interés por el dinero sólido, dando al movimiento una nueva generación de defensores motivados de un sistema monetario desnacionalizado. Sin embargo, a menudo existe una dura guerra de trincheras intelectual entre los *goldbugs* y los *bitcoiners*. En este capítulo, explicamos en detalle en qué difieren los respectivos puntos de vista y qué conceptos teóricos, si los hay, son malinterpretados por ambos bandos.
- **Plata:** La combinación de una oferta de plata cada vez menor y una fuerte demanda industrial proporciona una base sólida para la subida de los precios de la plata. La transición energética está impulsando la innovación en la industria solar, aumentando el uso de la plata en tecnologías como TOPCON y HJT. Las tendencias de los precios muestran que cuando el oro sube, la plata tiende a seguirle, por lo que los precios del oro serán fundamentales para el destino de la plata en 2023. Nuestro análisis muestra que la plata puede beneficiarse de la dinámica de reflación que suele producirse al final de una recesión....
- **Acciones Mineras:** La propuesta de valor de las acciones mineras sigue mejorando, mientras que el mercado sigue ignorando en gran medida su rentabilidad. Con un precio del oro estable en 2023, las mineras pueden seguir generando márgenes elevados a pesar del aumento de los costes. Se espera que los flujos de caja de los productores den lugar a una mayor actividad de fusiones y adquisiciones, lo que beneficiará especialmente a los productores junior, promotores y exploradores en regiones de primer orden.
- **Ciclo CAPEX:** Aunque los precios de las materias primas han aumentado significativamente en 2021 y 2022, esto aún no ha llevado a un aumento significativo en el gasto de capital (capex). El sector de las materias primas lleva más de una década luchando contra diversos obstáculos a la inversión. El retorno de la inversión se espera inicialmente en el sector del petróleo y el gas. Dada la escasez de oferta y las valoraciones históricamente bajas de las materias primas, el esperado retorno de la inversión marcará el inicio de un nuevo superciclo de las materias primas.
- **ESG (Environmental, Social and Governance):** Como consecuencia de la implantación políticamente deseada del carbono neto cero, el componente medioambiental ha dominado las actividades de ESG en los últimos años. Para restablecer el equilibrio, este año centramos nuestro análisis principalmente en el aspecto social de ESG. Las nuevas certificaciones *Responsible Gold* están ayudando a acelerar los esfuerzos de sostenibilidad. La capacidad de convertir estos retos en oportunidades para reforzar el compromiso social será fundamental para el éxito de las empresas en materia de ESG.
- **Análisis técnico:** Los precios del oro llevan un tiempo coqueteando con un nuevo máximo histórico en USD.

Aunque los indicadores a largo plazo, como el indicador Coppock, siguen siendo claramente alcistas, los modelos a más corto plazo, como el Midas Touch Gold Model™ o incluso los patrones estacionales, tienden actualmente a abogar por una perspectiva más prudente.

## ¿Quo Vadis, Aurum?

**¿Ha tocado ya techo el precio del oro?** El último gran mercado alcista inducido por la inflación encontró a los medios de comunicación pregonando el mito de la burbuja del oro. El semanario alemán *Der Spiegel* escribió en el punto álgido del mercado alcista de 1980: „*Esto ya no es un mercado alcista en el sentido habitual, sino histeria, pánico, un frenesi*“ *Le Monde Diplomatique* hablaba de „*fiebre del oro y enfermedad del capitalismo*“, mientras que el *Financial Times* creía ver el renacimiento del „*mito*“ del oro.

**Pero volvamos al presente:** Una comparación de la demanda de oro por parte de inversores institucionales y privados muestra que el oro sigue siendo un invitado a una discreta fiesta privada y que todavía no baila en los grandes festivales de verano como *el Burning Man* en el desierto de Nevada, el *Donauinselfest* en Viena o el *Festival de Jazz de Montreal*.

### Cuota de mercado de los ETF de oro en el mercado total de ETF, medido en AUM, 01/2006-04/2023



Fuente: Topdown Charts, Incrementum AG

**Basándonos en la situación que hemos descrito en detalle, esperamos una huida cada vez mayor hacia los activos reales, en particular el oro y las materias primas, especialmente cuando los bancos centrales muestren su mano y veamos su esperado farol.** Si observamos el siguiente gráfico, podemos ver que los rendimientos de los bonos estadounidenses a dos años se dispararon desde el 0,111% a mediados de 2021 hasta casi el 5% en su punto máximo. Más recientemente, los rendimientos a corto plazo volvieron a sufrir una presión significativa. El mercado de bonos confirma cada vez más que el ciclo de endurecimiento se acerca a su fin y que la Reserva Federal tendrá que recortar los tipos más pronto que tarde. Cada vez que

los rendimientos caían desde máximos, el precio del oro iniciaba una fase impulsiva de mercado alcista.

**Los bonos indexados a la inflación (TIPS) y el oro muestran actualmente la mayor divergencia desde 2005. ¿Estamos abocados a un enfrentamiento** entre las expectativas de tipos de interés reales expresadas por los TIPS y el precio del oro? En este contexto, es interesante comparar la evolución de los precios de los dos activos correspondientes. *Grosso modo*, se aprecia una sincronización, pero en algunas fases el precio del oro se ha desacoplado significativamente del rendimiento de los TIPS. **En particular, destaca la fase de mediados de la década de 2000, cuando el precio del oro entró en un pronunciado mercado alcista en un entorno de debilidad del dólar estadounidense.** Los TIPS se consolidaron primero gracias a unos rendimientos nominales ligeramente alcistas y a unos datos de inflación poco espectaculares. Una repetición de este escenario sería posible en un futuro próximo, especialmente si la actual debilidad del dólar estadounidense cobra impulso.

Como ya se ha subrayado, consideramos que el oro es un beneficiario estructural del enfrentamiento geopolítico. Por el lado de los bancos centrales, la demanda de oro está impulsada actualmente por los mercados emergentes. Sin embargo, desde una perspectiva

### UST2Y (izda.) y oro (dcha.), 01/1996-05/2023



Fuente: 13D Research & Strategy, Reuters Eikon, Incrementum AG

de teoría de juegos, es bastante probable que los bancos centrales occidentales también experimenten un renacimiento de la demanda de oro en los próximos años. Después de todo, las reservas de oro son una garantía de tener una mano fuerte en el enfrentamiento geopolítico.

**Un indicador sumamente interesante en este contexto es el grado de cobertura de la oferta monetaria por las reservas de oro de los bancos centrales.** Muestra qué porcentaje de los depósitos de curso legal y de los bancos comerciales en el banco central están cubiertos por las reservas de oro del banco central.

## Corriente de resaca – después de que rompan las olas, viene la corriente

**Los próximos meses veremos si la economía estadounidense puede resistir la corriente recesiva.** Estamos apostando en contra, porque la ruptura de la mayor ola inflacionista de las últimas cuatro décadas se manifiesta ahora en una corriente cada vez más fuerte a la que difícilmente se le puede hacer frente.

**Tras centrarnos principalmente en la estanflación en el informe *In Gold We Trust 2022*, este año hemos centrado nuestra atención en cómo los inversores pueden sortear mejor los flujos recesivos.** En este contexto, hemos desarrollado el *modelo Incrementum Recession Phase Model* (IRPM, o modelo de las fases de una recesión), que se presenta en detalle en el capítulo „El enfrentamiento en la política monetaria“. Este modelo tiene por objeto analizar el rendimiento de los activos durante las distintas fases de una recesión y ofrece una visión perspicaz sobre qué activos pueden utilizarse de forma rentable y en qué momentos de una recesión para mitigar el riesgo. El modelo se divide en las 5 fases de recesión siguientes: una fase previa a la recesión (fase 1), la recesión propiamente dicha desglosada en tres fases, y la recuperación (fase 5).

## GLD (izda.), en USD, y TIP (dcha.), en USD, 01/2005-05/2023

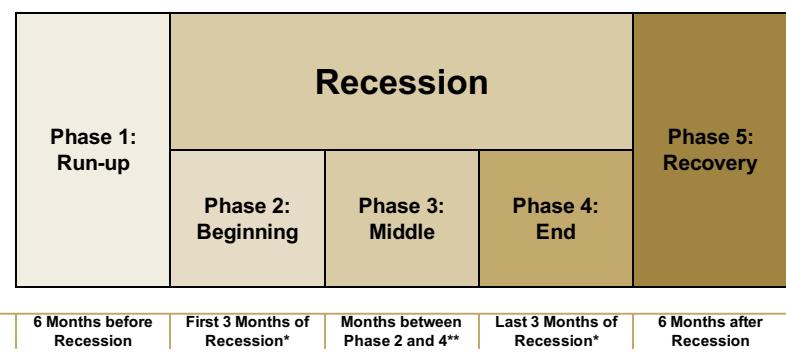


## Precio del oro necesario para cubrir los agregados monetarios, en USD, 2023

| País         | Tenencias de oro (en onzas) | M0            | M1            | M2            |
|--------------|-----------------------------|---------------|---------------|---------------|
| Canadá       | 0                           | n/a           | n/a           | n/a           |
| China        | 65,824,882                  | 23,188        | 148,901       | 618,046       |
| Francia      | 78,233,464                  | n/a           | n/a           | n/a           |
| Alemania     | 107,709,065                 | n/a           | n/a           | n/a           |
| Italia       | 78,715,039                  | n/a           | n/a           | n/a           |
| G8 Eurozona  | 280,918,750                 | 22,905        | 43,643        | 59,702        |
| Japón        | 27,160,830                  | 31,228        | 283,337       | 327,232       |
| Rusia        | 74,791,808                  | 2,644         | 7,580         | 14,177        |
| Suiza        | 33,389,200                  | 19,886        | 23,629        | 34,017        |
| REINO UNIDO  | 9,962,182                   | 11,684        | 300,141       | 388,193       |
| EE.UU.       | 261,498,000                 | 21,304        | 79,611        | 87,767        |
| <b>Total</b> | <b>1,018,203,219</b>        | <b>15,317</b> | <b>55,040</b> | <b>95,408</b> |

Fuente: Brent Johnson, Santiago Capital, Bloomberg, Consejo Mundial del Oro, tradingeconomics.com, Incrementum AG

## Incrementum Recession Phase Model



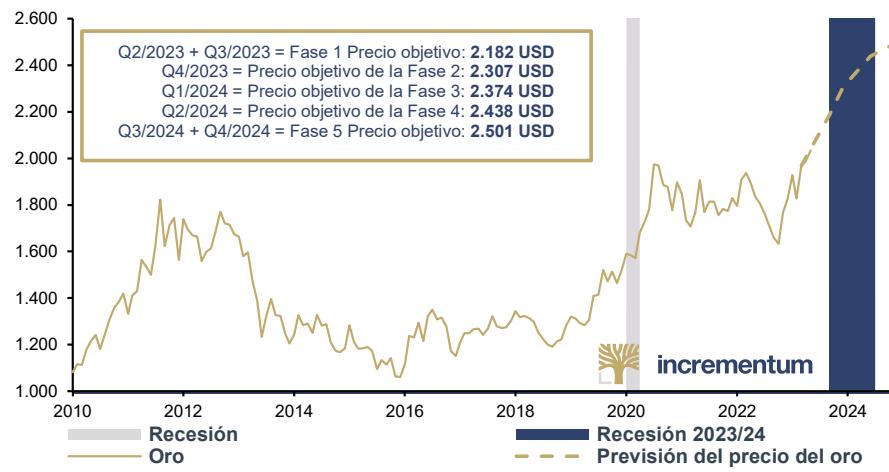
*En tiempos de recesión no es prudente discutir sobre el precio del oro.*

### Robin Sacredfire

**La evaluación del oro, la plata, las acciones, las materias primas y los valores mineros muestra que, en general, el oro es el más adecuado como cobertura frente a la recesión**, con un rendimiento medio del 10,6% a lo largo de la recesión. Sin embargo, existen diferencias significativas en el rendimiento del oro durante las distintas fases de la recesión. Mientras que en las fases 1 y 2 el rendimiento del oro sigue siendo muy positivo, con un 10,9% y un 5,7%, respectivamente, especialmente en comparación con el rendimiento de los demás activos, es mucho más débil en las fases posteriores (3-5), con sólo un 2,9%, un 2,7% y un 2,6%.

La plata no es una cobertura fiable contra la recesión, con un rendimiento medio del -9,0% a lo largo de la recesión. Esto se debe probablemente a que la plata se percibe mucho más como un metal industrial cíclicamente sensible que como un metal monetario en plena recesión. **Sin embargo, en los meses anteriores y posteriores a la recesión (fases 1 y 5), el rendimiento de la plata es superior a la media en comparación.**

### Oro, y previsión del precio del oro según el modelo de fase de recesión Incrementum\*, en USD, 01/2000-12/2024e



Fuente: Reuters Eikon, Incrementum AG

\*basado en el supuesto de un inicio de recesión en EE.UU. en el 4T/2023

### Rendimiento medio de los activos - Modelo incremental en fase de recesión

| Activo           | Recesión | Fase 1 | Fase 2 | Fase 3 | Fase 4 | Fase 5 |
|------------------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Oro              | 10.6%    | 10.9%  | 5.7%   | 2.9%   | 2.7%   | 2.6%   |
| Plata            | -9.0%    | 31.5%  | 0.8%   | -10.9% | 3.5%   | 17.4%  |
| Acciones         | -5.3%    | -2.8%  | -6.0%  | -13.2% | 12.6%  | 8.6%   |
| Materias primas  | -6.3%    | 6.4%   | 0.2%   | -6.5%  | -0.2%  | 5.0%   |
| Acciones mineras | 5.4%     | 8.9%   | 8.5%   | -11.7% | 8.3%   | 24.3%  |

Fuente: Reuters Eikon, Incrementum AG

Por término medio, la renta variable y las materias primas obtienen resultados negativos durante una recesión, siendo la renta variable la que obtiene mejores resultados en la fase 5, con un 12,6%, y las materias primas en la fase 1, con un 6,4%. Sin embargo, los valores mineros demuestran que no todos los valores registran pérdidas durante una recesión. **Excepto en la fase 3, las acciones mineras muestran un rendimiento positivo por término medio.** Llama la atención que todos los activos, excepto las materias primas, puedan ganar en las fases 4 y 5. Una vez más, destacan las acciones mineras, con un rendimiento medio en la fase 4 del 8,3% y del 24,3% en la fase 5.

En general, nuestro análisis muestra que existen **diferencias significativas en el rendimiento de los distintos activos durante una recesión** y que los inversores deben proceder con cautela y estratégicamente para tener éxito en cada fase del ciclo recesivo.

### La previsión del precio del oro en tiempos de recesión

**Como cada año, queremos concluir con la evolución a corto plazo del precio del oro.** Este año, debido a la alta probabilidad de recesión, nos basamos en la tendencia económica para nuestra previsión del precio del oro. Pensamos que las tendencias recesivas, cada vez más pronunciadas, como detallamos en el capítulo „El enfrentamiento de la política monetaria“, serán el principal motor del oro en un futuro próximo. **Nuestro modelo de las fases de una recesión Incrementum Recession Phase Model) es idóneo para anticipar la evolución del precio del oro en este entorno.**

Como ocurre con cualquier previsión, hay que hacer numerosas suposiciones. **Nuestra previsión del precio del oro se ha calculado sobre la base del rendimiento medio del oro en cada fase, suponiendo el inicio de una recesión en EE.UU.** a partir del cuarto trimestre de 2023, lo que implica que ya nos encontramos en la fase 1 de nuestro modelo propio de fases de recesión desde principios del segundo trimestre de 2023. La previsión se extiende hasta finales de 2024, momento en el que se habrán completado todas las fases de recesión según los supuestos que hemos realizado.

Como objetivo de precio a corto plazo, hemos fijado el precio de cierre del oro en dólares estadounidenses a finales del año en curso, que marca también el final de la segunda fase (fase inicial de la recesión propiamente dicha). **Según nuestra pro-**

yección, el precio del oro estaría cotizando en torno a los 2.300 USD en ese momento.

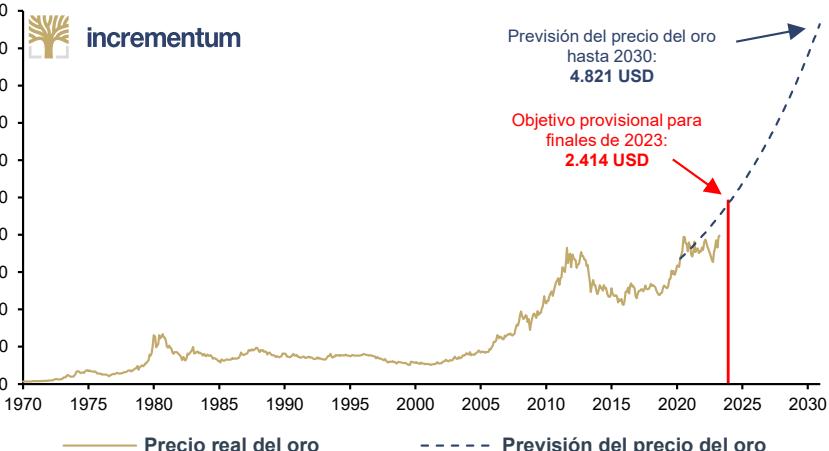
Si se permite que la previsión continúe hasta el final de la última fase del *Modelo de las Fases de Recesión*, el resultado final es un **precio del oro ligeramente inferior a 2.500 USD a finales de 2024**.

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

Los lectores fieles también recordarán el modelo de previsión del precio del oro que publicamos en nuestro informe *In Gold We Trust* 2020,<sup>4</sup> con un objetivo de precio al final de la década. **En aquel momento calculamos – con el índice de cobertura del oro como factor de entrada central – un objetivo de precio de algo menos de 4.800 USD para finales de 2030.**

Al igual que el año pasado, no queremos privarles del estado provisional de nuestras previsiones a largo plazo. **Para seguir exactamente por el buen camino, el precio del oro tendría que situarse justo por encima de los 2.400 USD a finales de este año.** Es decir, algo menos del 4,6% o unos 100 USD por encima del precio objetivo de nuestro modelo de fase de recesión de 2.307 USD. **Sobre la base del precio de cierre de abril de 2023 de 1.990 USD, esto correspondería a un au-**

## Previsión provisional del precio del oro hasta 2030: precio real y previsto del oro, en USD, 01/1970-12/2030



**mento del 21,3% en el precio del oro a finales de 2023.**

Seguimos considerando realista este objetivo de precio provisional, ya que la dinámica de la política monetaria, las perspectivas económicas y, en particular, la situación geopolítica deberían proporcionar un apoyo considerable al precio del oro a medio y largo plazo. **Al fin y al cabo, si la incertidumbre sigue aumentando en los próximos meses y el mercado prevé una recesión a lo largo del año, el oro desplegará todo su potencial.**

**No cabe duda de que se avecinan tiempos difíciles para los inversores en los próximos años, ya que nos encontramos en medio de enfrentamientos monetarios y geopolíticos.** Como en una partida de póquer en la que hay mucho en juego, es importante tener una mano fuerte. Análogamente a un as en el póquer, tener oro es

sinónimo de tener una mano fuerte para los inversores. El oro no sólo actúa como una inversión segura en tiempos de incertidumbre, sino también como una protección fiable contra las fluctuaciones volátiles de los mercados financieros.

**Aunque no siempre sea fácil, nos gustaría mirar al futuro con optimismo.** Las decepciones que se avecinan probablemente no serán indoloras, pero a la larga podrían poner en marcha dinámicas económicas y sociales apasionantes. En estos tiempos apasionantes, afirmamos, como siempre:

## CONFIAMOS EN EL ORO

*Esperar es la parte mas difícil  
Cada día ves una carta más  
Lo tomas confe,  
te lo llevas al corazon  
Esperar es la parte mas difícil.*

**Tom Petty and the Heartbreakers**

### Endnotes

1 “*Stagflation 2.0*”, informe 2022 de *In Gold We Trust*, p. 372

2 Véase „*Pasado, presente y futuro del orden monetario*“, informe *In Gold We Trust* 2015.

3 Véase el capítulo “*Capex Come Back: A Raging Bull Market for Commodities Beckons*” en este informe *In Gold We Trust*.

4 “*Quo vadis, aurum?*”, informe *In Gold We Trust* 2020

## Sobre nosotros



### Ronald-Peter Stöferle, CMT

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

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

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



### Mark J. Valek, CAIA

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

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

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



### Incrementum AG

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

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

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

*Nos gustaría agradecer sinceramente a los siguientes colaboradores por su apoyo activo en la elaboración del informe In Gold We Trust 2023:*

Gregor Hochreiter, Richard Knirschnig, Jeannine Grassinger, Lois Hasenauer, Stefan Thume, Florian Hulan, Theresa Kammel, Handre van Heerden, Katrin Hatzl-Dürnberger, Philip Mastny, Peter Young, Andreas Merkle, Thomas Vesely, Fabian Grummets, Niko Jilch, Florian Grummets, Heinz Blasnik, Hans Fredrik Hansen, Julien Desrosiers, Emil Kalinowski, Elizabeth and Charley Sweet, Marc Waldhausen, Dietmar Knoll, Max Urbitisch, Trey Reik, Alexander Ineichen, Herwig Zöttl, Tom Pohnert, Keith Weiner, Brent Johnson, Grant Williams, Markus Hofstädter, Jochen Staiger, Ilse Bauer, Paul Wong, Fabian Wintersberger, Leopold Quell, Hans Engel, Match-Maker Ventures, Harald Steinbichler, Richard Schodde, David Schrottenbaum, Offroad Communications, el Consejo Mundial del Oro, todo el equipo de Incrementum, tanto que nuestras familias!

## El equipo *In Gold We Trust*



**Gregor Hochreiter**  
*Jefe de redacción*



**Richard Knirschnig**  
*Análisis cuantitativo  
y Gráficos*



**Jeannine Grassinger**  
*Assistencia*



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



**Peter Árendáš**  
*Colaborador*



**Georg Bartel**  
*Colaborador*



**Ted Butler**  
*Colaborador*



**Julien Desrosiers**  
*Colaborador*



**James Eagle**  
*Colaborador*



**Fabian Grummes**  
*Colaborador*



**Florian Grummes**  
*Colaborador*



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



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



**Handre van Heerden**  
*Colaborador*



**Philip Hurtado**  
*Colaborador*



**Nikolaus Jilch**  
*Colaborador*



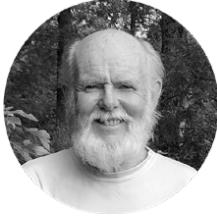
**Emil Kalinowski**  
*Colaborador*



**Theresa Kammel**  
*Colaborador*



**Ronan Manly**  
*Colaborador*



**Charley Sweet**  
*Colaborador*

# Premium Partners

## Agnico Eagle



Agnico Eagle es una de las principales empresas mineras de oro canadienses y la tercera productora de oro del mundo, con minas en explotación situadas en Canadá, Australia, Finlandia y México, así como actividades de exploración y desarrollo en estos países y en Estados Unidos.

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



## Endeavour Mining

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

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

## Asante Gold



Asante Gold es una productora de oro ghanesa con una producción de 400.000 onzas anuales gracias a un plan de crecimiento orgánico y adquisiciones selectivas. Creemos en el desarrollo responsable y nos esforzamos por ser el principal productor de oro de Ghana y empresa favorita de empleo dentro del sector.

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



## Endeavour Silver

Endeavour Silver es una empresa de tamaño mediano de minería de metales preciosos que posee dos minas subterráneas de plata y oro en México, y cuenta con una atractiva cartera de proyectos de exploración y desarrollo en línea con su objetivo de convertirse en uno de los principales productores de plata.

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

## Aurion Resources



Aurion es una empresa canadiense de exploración bien financiada que opera en un campo de oro emergente en el Cinturón de Piedra Verde de Laponia Central en Finlandia. La empresa está realizando nuevos descubrimientos en sus proyectos emblemáticos de Risti y Launi, y en la joint venture con B2Gold y Kinross.

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



## Hecla Mining Company

Hecla Mining Company (NYSE: HL) es el mayor productor primario de plata de Estados Unidos y el sexto de oro de Quebec. Hecla es también el tercer productor estadounidense de zinc y plomo.

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

## Caledonia Mining



Caledonia Mining es una minera de oro rentable que paga dividendos, con un sólido perfil de crecimiento; desde noviembre de 2021 ha adquirido Maligreen, Motapa y Bilboes. Su visión es convertirse en un productor de oro multiactivo centrado en Zimbabwe.

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



## Karora Resources

Karora es una minera de oro que cotiza en TSX (TSX: KRR) con operaciones en la jurisdicción de nivel 1 de Australia Occidental. Karora cuenta con un equipo de gestión de probada eficacia y tiene prevista aumentar producción a 170-195 koz para 2024.

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

## Dakota Gold



Dakota Gold (NYSE American: DC) es una empresa responsable de exploración y desarrollo de minas oro con sede en Dakota del Sur, centrada específicamente en la revitalización del distrito Homestake en Dakota del Sur.

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



## Matterhorn Asset Management AG

La autoridad mundial en Preservación del Patrimonio mediante la adquisición y el almacenamiento de metales preciosos. Un equipo de renombre mundial ofrece un servicio personalizado a los inversores con acceso directo a las cámaras acorazadas privadas más grandes y seguras del mundo.

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

## EMX Royalty



EMX cuenta con un historial de 20 años de operaciones inteligentes. Con más de 300 derechos de explotación e inversiones, EMX tiene de cara un futuro brillante gracias a su diversificada cartera de minerales: oro, cobre, metales para baterías, y gracias sus acuerdos con socios importantes como Franco Nevada y a un flujo de caja en rápido aumento.

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



## Minera Alamos

Minera Alamos es un nuevo productor de oro dueña de varias minas en México. La mina de oro de Santana continúa en fase de aumentar su producción y se está acelerando la obtención de permisos para la explotación de su segunda mina emblemática: Cerro del Oro. El modelo de Minera Alamos, especializado en proyectos de baja inversión, permanece protegido de las presiones inflacionistas.

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

## Premium Partners

### Münze Österreich



Münze Österreich AG, reconocida internacionalmente por su procesamiento de metales preciosos, produce las monedas en circulación de Austria, las monedas conmemorativas de la Filarmónica de Viena, tanto en oro, plata y platino así como lingotes de oro.

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



### Tudor Gold

TUDOR GOLD Corp. es una empresa de exploración en la región del Triángulo de Oro en la Columbia Británica en Canadá, que está avanzando en el proyecto Treaty Creek que alberga recursos minerales de 23,4 Moz AuEQ (Indicado) además de 7,4 Moz AuEQ (Inferido).

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

### New Zealand Bullion Depository



NZBD es una empresa privada puntera en el almacenamiento de lingotes de oro ubicada en Nueva Zelanda, con un trato al cliente y nivel de discreción inigualables. Su oro se etiqueta, segrega y almacena de modo seguro en nuestras instalaciones especialmente construidas con niveles de seguridad de clase mundial, asegurando su tranquilidad.

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



### Victoria Gold

Victoria Gold ("VGCX") lidera la nueva fiebre del oro del Yukón. Al día de 31 de diciembre de 2022, la reserva de la mina de oro Eagle es de 2,6 millones de onzas de Au (124 millones de toneladas con una ley de 0,65 g/t), y está abierta en profundidad y a lo largo de la falla. Los objetivos prioritarios de exploración actuales incluyen las minas de Raven y Lynx.

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

### philoro EDELMETALLE



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

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



### Ximen Mining

Ximen Mining (TSX.V XIM) se centra en el desarrollo responsable, la minería sostenible y la exploración de sus minas de metales preciosos en el sur de la Columbia Británica, Canadá, a la vez que sigue avanzando con su proyecto de explotación de su mina de oro de Kenville.

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

### Reyna Gold



Reyna Gold se centra en la exploración a nivel de distrito en los principales cinturones de oro en México, con una cartera de propiedades de más de 57.000 hectáreas, un equipo de exploración de vanguardia y un excelente equipo directivo.

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

### Flexgold



Flexgold es la forma inteligente de invertir en metales preciosos físicos más flexible y sencilla que nunca. Con el programa de inversión Flexgold, el Grupo SOLIT marca una nuevo estándar en lo que a niveles de confianza, seguridad y transparencia se refieren.

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

### Sprott



Sprott es un gestor de activos global líder en inversiones en metales preciosos e inversiones en la transición energética.

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



Wealth Management – Fund Management – Macro Research

A Decade Of Trust:  
**Your Wealth In  
Secure Hands**



**incrementum**

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



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

**Descargo de responsabilidad:** Esta publicación tiene únicamente fines informativos y no constituye ni un consejo de inversión, ni un análisis de inversión, ni una invitación a comprar o vender instrumentos financieros. En concreto, el documento no sustituye al asesoramiento individual en materia de inversión o de otro tipo. Las afirmaciones contenidas en esta publicación se basan en los conocimientos existentes en el momento de su elaboración y están sujetas a cambios en cualquier momento sin previo aviso. Los autores han ejercido el mayor cuidado posible en la selección de las fuentes de información empleadas, sin embargo, no aceptan ninguna responsabilidad (y tampoco lo hace Incrementum AG) por la exactitud, integridad o actualidad de la información, respectivamente las fuentes de información, puestas a disposición, así como cualquier responsabilidad o daño, independientemente de su naturaleza, que pueda resultar de ello (incluyendo daños consecuentes o indirectos, pérdida de beneficios futuros o la exactitud de las previsiones preparadas).