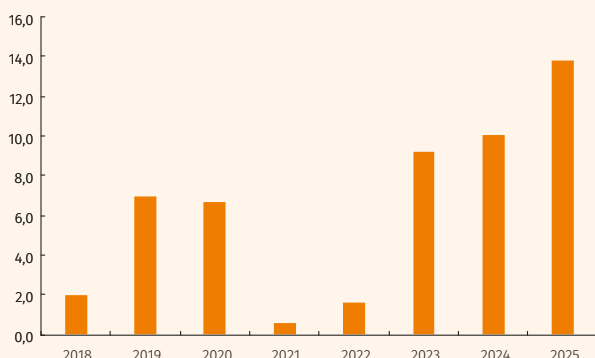


Recuadro 4

Las reservas internacionales y las utilidades del Banco de la República

Gráfico R4.1
Traslado de utilidades del Banco de la República al Gobierno

(billones de pesos)



Fuente: Banco de la República.

Aualmente, el Banco de la República (Banrep) genera utilidades que por ley¹ deben ser transferidas al Gobierno, una vez se descuentan las reservas patrimoniales contempladas en la ley. En 2026 el Banrep transfirió al Gobierno Nacional utilidades por aproximadamente COP13,9 billones (b), generadas durante sus operaciones en 2025. Como se muestra en el Gráfico R4.1, este nivel de utilidades es el mayor de la historia y supera los altos niveles alcanzados en 2023 y 2024.

Las reservas internacionales constituyen el principal activo del Banrep y fueron uno de los determinantes centrales de sus resultados financieros en 2025. En un año en el que las utilidades del Banco alcanzaron un máximo histórico, los ingresos netos derivados de su administración ascendieron a COP11,9 b, es decir, COP2,5 b más que un año atrás. Así, del total de utilidades generadas por el Banrep en 2025, el 86 % fue producto de la administración de las reservas internacionales durante el año pasado. Este resultado se explicó, principalmente, por tres factores: ingresos por intereses elevados, valorizaciones de los portafolios de renta fija y una estrategia de inversión diversificada y prudente.

La administración de las reservas se realiza bajo criterios de seguridad, liquidez y rentabilidad. Por ello, una proporción importante del portafolio se invierte en instrumentos de renta fija de alta calidad crediticia, principalmente emitidos por gobiernos y entidades de economías avanzadas. En este marco conservador, el rendimiento proviene, sobre todo, de los intereses que pagan los títulos y de los cambios en su precio de mercado.

En consecuencia, los principales determinantes del rendimiento de las reservas son: el nivel de las tasas de interés, que define los ingresos por cupones; los movimientos de los rendimientos de mercado, que afectan el precio de los bonos; la duración del portafolio, que determina la sensibilidad de esos precios ante cambios en las tasas de interés, y la diversificación por monedas, emisores e instrumentos, que contribuye a mitigar riesgos.

En los últimos años la economía mundial ha enfrentado un entorno de tasas de interés elevadas por un periodo inusualmente prolongado, como respuesta de los bancos centrales a las presiones inflacionarias derivadas de la pandemia y sumadas a las de otros choques globales recientes. Este entorno ha favorecido mayores rendimientos de los activos financieros, incluidos aquellos en los que se invierten las reservas internacionales.

Como resultado, las reservas internacionales han registrado un desempeño favorable en los últimos años, en especial durante buena parte del año pasado, cuando las tasas de interés internacionales se mantuvieron en niveles elevados, impulsando los ingresos por

1 La Ley 31 de 1992. Normas Generales para la Expedición de los Estatutos del Banco, en su capítulo I, artículo 27, numeral 8, literal e), señala: "Utilidades, pérdidas y transferencias a cargo del Gobierno Nacional. El remanente de las utilidades del Banco de la República, una vez apropiadas las reservas en la forma prevista en el literal anterior, serán de la Nación. Las pérdidas del ejercicio serán cubiertas por la Nación, siempre y cuando no alcancen a ser cubiertas con la reserva establecida en el literal anterior".

intereses de las inversiones. Posteriormente, los rendimientos de los bonos soberanos tendieron a disminuir ante la expectativa de una política monetaria menos restrictiva. Esta combinación permitió capturar ingresos recurrentes por intereses y ganancias de valorización en los títulos de renta fija.

1. Intereses recibidos por las inversiones

Los ingresos por intereses dependen de las tasas de interés contractuales de los instrumentos en los que se invierten las reservas internacionales. Tras la pandemia, la economía ha enfrentado un periodo prolongado de tasas de interés elevadas, como resultado de las acciones, ya mencionadas, por los principales bancos centrales para contener presiones inflacionarias. En este entorno de tasas de interés internacionales que se mantienen elevadas, los nuevos títulos y las reinversiones del portafolio generan mayores cupones, lo que se traduce en una fuente estable de ingresos para el Banrep. De hecho, los ingresos por intereses constituyeron el principal componente del rendimiento de las reservas internacionales durante 2025.

2. Cambios en los precios de las inversiones

El segundo determinante corresponde a los cambios en los precios de los títulos. En los instrumentos de renta fija existe una relación inversa entre tasas de interés y los precios de los bonos: cuando las tasas de mercado disminuyen, el valor de los bonos aumenta; cuando las tasas suben, sus precios se reducen. Esto ocurre porque estos instrumentos pagan flujos de caja previamente definidos durante su vigencia, mientras que las condiciones del mercado cambian constantemente. Como resultado, el valor económico de esos flujos futuros se ajusta de acuerdo con el nivel vigente de las tasas de interés. Por ejemplo, si entre un periodo y otro las tasas de mercado aumentan, el precio de los bonos existentes cae. La razón es que los inversionistas pueden obtener mayores rendimientos comprando nuevos bonos emitidos a tasas más altas, por lo que exigirán un descuento para adquirir bonos antiguos cuyos cupones fueron fijados cuando las tasas eran menores. De manera análoga, si las tasas de interés disminuyen, los bonos ya emitidos ganan valor, ya que sus cupones resultan más atractivos frente a los nuevos títulos disponibles en el mercado. En ese caso, los inversionistas están dispuestos a pagar un precio superior por esos bonos para acceder a rendimientos relativamente más altos que los ofrecidos por las nuevas emisiones². Por esta razón, las reducciones de tasas de interés o las expectativas de una política monetaria menos restrictiva, a medida que se van diluyendo los choques inflacionarios, pueden generar valorizaciones importantes en los portafolios de reservas.

Adicionalmente, la duración³ del portafolio amplifica o reduce este efecto, ya que determina la magnitud en la cual la valoración de las inversiones se verá afectada por movimientos en las tasas de interés. A mayor duración, mayor sensibilidad del valor del portafolio ante cambios en las tasas de interés. Esto se debe a que una mayor

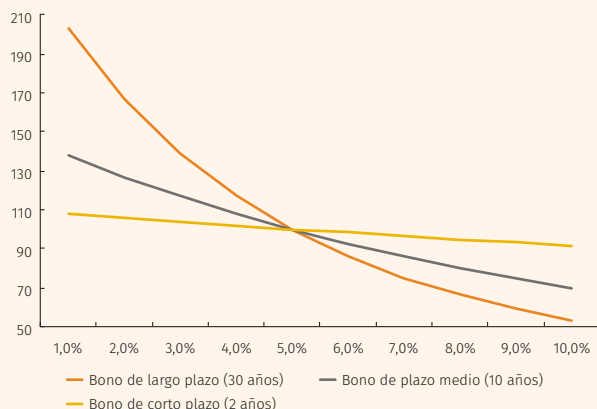
2 La relación inversa entre el precio de un bono y la tasa de interés también se puede explicar matemáticamente. El precio de un instrumento de renta fija se define como el valor presente de los flujos de caja, descontados a una tasa de interés específica o tasa de rendimiento, como se muestra en la siguiente fórmula, donde: P = precio del instrumento; FC = flujo de caja (tasas cupón y principal); i = tasa de rendimiento del instrumento; n = número de periodos; así:

$$P = \frac{FC_1}{(1+i)} + \frac{FC_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{FC_n}{(1+i)^n}$$

3 La duración de un bono es la media del vencimiento de todos los flujos de caja de ese bono; es decir, expresa en años cuánto tiempo tardarán los flujos de caja de ese bono en ser pagados.

Gráfico R4.2

Duración: sensibilidad del precio de los bonos ante cambios en las tasas de interés



Fuente: Banco de la República.

proporción de los flujos de caja se recibe en fechas más lejanas, por lo que su valor presente depende en mayor medida de la tasa de descuento utilizada para valorarlos. En consecuencia, pequeños cambios en las tasas generan variaciones más pronunciadas en el precio de estos instrumentos. Como se ilustra en el Gráfico R4.2, la relación entre tasas de interés y precios es más pronunciada para los bonos de mayor plazo. Cuando las tasas disminuyen, el precio del bono de largo plazo aumenta de forma más acelerada que el de los bonos de plazo medio o corto; de manera similar, cuando las tasas aumentan, su precio cae con mayor intensidad. Intuitivamente, esto ocurre porque una mayor parte de los beneficios económicos de estos bonos se recibirá en un futuro más lejano, por lo que el valor actual de esos flujos es más sensible a cambios en la tasa utilizada para descontarlos.

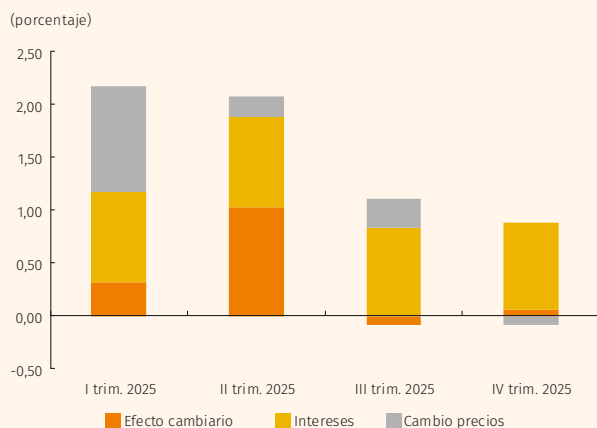
Por tanto, en un escenario de reducción de rendimientos, una duración más alta permite capturar mayores valorizaciones; en sentido contrario, también implica mayores pérdidas potenciales si las tasas de interés aumentan. Los ajustes graduales realizados en 2023 y 2024 para incrementar moderadamente la duración permitieron que las reservas internacionales se beneficiaran en 2025 de la caída de los rendimientos internacionales.

La diversificación también fue relevante. La distribución de las reservas entre monedas, emisores, sectores e instrumentos contribuye a reducir la concentración de riesgos y a estabilizar los rendimientos. En 2025 la depreciación del dólar frente a otras monedas de reserva favoreció el valor de las inversiones denominadas en esas monedas, aunque este efecto se registra, principalmente, en cuentas patrimoniales y no directamente en el estado de resultados.

Durante 2025 estos determinantes actuaron de manera conjunta: las tasas de interés internacionales elevadas sostuvieron los ingresos por intereses, mientras que la disminución de los rendimientos soberanos generó valorizaciones en los portafolios de renta fija. Así, los dos canales principales (cupones y precios) contribuyeron al resultado excepcional de las reservas internacionales y, por tanto, a las utilidades del Banrep.

Gráfico R4.3

Descomposición del rendimiento de las reservas internacionales



Fuente: Banco de la República.

El Gráfico R4.3 muestra que la principal fuente de rendimiento de las reservas internacionales durante 2025 fueron los ingresos por intereses, con una contribución positiva y estable a lo largo del año. Las valorizaciones tuvieron un aporte más concentrado, especialmente en el primer trimestre, cuando aumentaron las expectativas de una postura monetaria más flexible en Estados Unidos y disminuyeron los rendimientos de los bonos del Tesoro en ese país.

El efecto cambiario aportó, principalmente en el segundo trimestre, en un contexto de depreciación del dólar frente a otras monedas de reserva. Este comportamiento complementó los ingresos por intereses y las valorizaciones, y evidenció el papel de la diversificación cambiaria como fuente adicional de estabilidad para el portafolio.

En síntesis, el resultado de las reservas internacionales en 2025 se explicó por la combinación de cuatro determinantes: tasas de interés internacionales elevadas, que impulsaron los ingresos por intereses; caídas en los rendimientos de mercado, que generaron valorizaciones; una duración del portafolio que permitió capturar parte de ese movimiento, y una estrategia de diversificación que mitigó riesgos y complementó el desempeño financiero. Estos factores contribuyeron significativamente a las utilidades históricas del Banrep y al importante traslado de recursos al Gobierno Nacional.