



الصندوق الدولي للتنمية الزراعية
المجلس التنفيذي - الدورة الخامسة والسبعون
روما، 22-23 أبريل/نيسان 2002

تقرير عن تنفيذ سياسة الاستثمار الجديدة للصندوق

أولا - الخلفية

1 - في دورته الثانية والسبعين، كان المجلس التنفيذي قد أبلغ بأن ثمة استعراض لسياسات استثمار الصندوق سيجرى الاضطلاع به بواسطة فريق خبراء يتألف من ثلاثة من الخبراء من ذوي المؤهلات الرفيعة الذين تم اختيارهم من القوائم الثلاث للدول الأعضاء. وكانت مسودة الصلاحيات من أجل استعراض سياسات استثمار الصندوق قد صيغت في مايو/أيار 2001 بالتشاور مع منسقي القوائم ألف وباء وجيم، ومع أعضاء إضافيين من كل قائمة عينهم المنسقون.

2 - وقد تم تعيين الخبراء الثلاثة التالية أسماؤهم عقب تلك المشاورة:

(أ) السيد برنار كوشيمه، مدير الصندوق المشترك للمعاشات التقاعدية لموظفي الأمم المتحدة. وكان يعمل في السابق ملحقا ماليا بالبعثة الفرنسية لدى الأمم المتحدة في نيويورك؛ ومديرا لفرع التقاعد التابع لصندوق الإبداعات والأمانات في باريس؛

(ب) السيد محمد الشومراني، مدير عام دائرة الاستثمارات في وكالة النقد السعودية وعضو في مجلس إدارة عدد من المؤسسات المالية السعودية؛

(ج) السيد روبرتو زاehler، رئيس زاehler وشركاه، وعضو في مجلس إدارة عدد من المؤسسات المالية الشيلية. وكان في الفترة من 1991 إلى 1996، محافظا لمصرف شيلي المركزي.



وكان السيد رشيد غزالي، الذي عاون في عملهم، كبير المدراء سابقا في دائرة الاستثمارات التابعة للبنك الدولي والمدير الإداري لمصرف تشيس منهاتن.

3 - وقد عقد فريق الخبراء اجتماعا مبدئيا مع منسقي الفئات في 7 يونيو/حزيران 2001 وقدم موجز استنتاجاته إليهم في 4 يوليو/تموز 2001. وقد تم بعد ذلك وضع الخطوط النهائية لتقرير الفريق وعرض على رئيس الصندوق في 6 يوليو/تموز 2001، وأحيل إلى أعضاء المجلس التنفيذي للصندوق مع تعليقات الإدارة كجزء من الوثيقة المعنونة، تقرير رئيس الصندوق عن سياسة الاستثمار.

4 - وعقدت حلقة تدارس في الصندوق في يومي 11 و12 سبتمبر/أيلول 2001 بغية استعراض التقرير عن سياسة الاستثمار الذي أعده فريق الخبراء. واشتمل التقرير على توصيات بشأن طائفة واسعة من القضايا وتضمن اقتراحا بتخصيص جديد للأصول من شأنه أن يقلل بشكل كبير من تقلبات حافظة الاستثمار.

5 - واقترح فريق الخبراء أن تقسم حافظة الصندوق إلى حوافز فرعية قصيرة الأجل وعريضة إلى حد ما، بحيث تتألف من صكوك ذات مدد قصيرة كما تغطي صافي المنصرف للقروض والمنح على مدى فترة ثلاث سنوات، وحافظة فرعية للاستثمار بصكوك أطول أجلا. وبالنسبة لهذه الأخيرة، فإن تخصيص الأسهم سينخفض إلى 18% من إجمالي الأصول.

6 - وعلى أساس تحليل لمستوى صافي المبالغ المنصرفة على مدى السنوات الخمس التالية، وبعد الأخذ في الاعتبار حصيلة مسحوبات مساهمات الأعضاء، خلصت الإدارة إلى أن الحاجة لا تدعو إلى حافظة قصيرة الأجل عريضة، نظرا لأن الإيرادات الجارية للفائدة، وقسائم السندات، وأرباح الأسهم، ينبغي أن تكون كافية لتغطي مثل هذه الاحتياجات.

7 - وقد حذب العديد من المتحدثين في حلقة التدارس خفضا في مستوى الأسهم في حافظة الاستثمار، في حين طالب البعض بالانسحاب الكامل من الاستثمار في الأسهم. وفضل بعض الممثلين الإبقاء على نسبة 45% لمستوى الأسهم. وكان هناك عموما رأيا يقول أن أي خفض في مخصصات الأسهم ينبغي أن يتم في سياق فترة انتقالية تدار بعناية بغية تفادي أي خسائر لا داعي لها.

8 - وتعهد الرئيس بصياغة سياسة جديدة للاستثمار في ضوء المناقشات داخل حلقة التدارس والتشاور مع منسقي القوائم قبيل انعقاد الدورة الرابعة والسبعين للمجلس التنفيذي في ديسمبر/كانون الأول 2001.

9 - وعقد اجتماعان مع منسقي القوائم ومع أعضاء إضافيين عينهم المنسقون من كل قائمة في 26 أكتوبر/تشرين الأول و27 نوفمبر/تشرين الثاني 2001.

10 - واستنادا إلى تقرير فريق الخبراء ومختلف المشاورات التي أجريت مع أعضاء المجلس التنفيذي، تم التوصل إلى عدد من الاستنتاجات، قدمت في الوثيقة EB 2001/74/R.4/Rev.1، سياسة استثمار الصندوق. ونوقشت هذه



الوثيقة في حلقة تدارس في اليوم السابق على انعقاد الدورة الرابعة والسبعين للمجلس التنفيذي وداخل دورة المجلس نفسها.

11 - وقدّم عدد من مخصصات الأصول البديلة في الوثيقة، والتي أظهرت العائد الإسمي المتوقع والتقلبات المتوقعة لكل منها.

12 - وفي حين تم الإعراب عن آراء مختلفة بشأن القضية المركزية للتعامل مع الأسهم، فقد تم التوصل إلى توافق عريض في الآراء لخفض الاستثمارات في الأسهم إلى مستوى 10% من حافظة الاستثمار.

13 - وبناء على ذلك، ترد تخصيصات الأصول الجديدة في المرفق الأول. وجدّير بالإشارة أنه في حين أن متوسط معدل العائد المحتمل قد انخفض من 7.0% بموجب السياسة السابقة إلى 5.6% بموجب السياسة الجديدة، فإن التقلبات المتوقعة للحفاظ قد وصل إلى النصف تقريبا من 8.2% إلى 4.2 في المائة.

14 - ويقدم المرفق 2 تعاريف مقاييس المخاطر والعائد وافتراضات المخاطر التي استخدمت في وضع خصائص الحافظة الواردة في المرفق الأول.

15 - ولاحظ تقرير فريق الخبراء أن الصندوق هو المؤسسة المالية الدولية الوحيدة التي تستثمر في صكوك ذات فوائد محددة وبتقدير للأهلية الائتمانية بأقل من ألف ألف-. ولصالح الحد من تقلبات الحافظة، فإن سياسة الاستثمار الجديدة تتضمن أيضا حدا أدنى للائتمان قدره ألف ألف. وترد تعاريف الأهلية الائتمانية طويلة الأجل في المرفق الثالث.

ثانيا - تنفيذ سياسة الاستثمار الجديدة

16 - لقد بدأ تنفيذ سياسة الاستثمار الجديدة في يناير/كانون الثاني 2002، مع إعادة أرباح الأسهم، بحيث أن كل الأرباح المكتسبة من استثمارات الأسهم قد وضعت في حساب النقدية بدلا من إعادة استثمارها بواسطة مدراء الاستثمار الخارجيين في الأوراق المالية.

17 - وفي أوائل مارس/آذار، نشطت أسواق الأسهم تحسبا لانتعاش مبكر في الاقتصاد الأمريكي، وأصبحت الأوراق المالية صكوكا مؤهلة لبعض خطط معاشات التقاعد التي تديرها الدولة في اليابان. وقد وفر هذا النشاط الفرصة لتصفية خمس حوافظ للأسهم دون تكبد أي خسائر. وكان التمويل الأولي للتقويضات قد بلغ ما يعادل 384.5 مليون دولار أمريكي، وبلغت حصيلة المبيعات ما يعادل 424.5 مليون دولار أمريكي.

18 - وبالتالي فقد انخفضت تقويضات الأسهم في عددها من 15 إلى 10 تقويضات، وكذلك حصة الأسهم في حافظة الاستثمار من 41% في 31 ديسمبر/كانون الأول 2001، إلى نحو 18% في 12 مارس/آذار 2002.



19 - وقد تم تعديل الخطوط التوجيهية للاستثمار من أجل التفويضات المتنوعة ذات الفوائد الثابتة كيما تعكس أدنى سعر ائتماني وهو ألف ألف- المدرج ضمن سياسة الاستثمار الجديدة، ومن المتوخى أن يتم تنفيذ ذلك على نطاق واسع بحلول نهاية مارس/آذار.

20 - وسوف تستخدم النقدية التي تحققت من بيع تفويضات الأسهم المشار إليها أعلاه، لكي تمويل جزئيا المخصصات الجديدة للسندات المجمعة من التضخم، والمخصصات الأعلى للاستثمارات المتنوعة ذات الفائدة الثابتة بموجب سياسة الاستثمار الجديدة.

ترتيبات انتقالية

21 - في حين أن تفويضات الأسهم العشرة المتبقية قد ارتفعت قيمتها خلال النشاط الأخير، فإنها لم ترتفع بما فيه الكفاية كيما تباع دون تكبد الخسائر. وبغية تسهيل المراقبة اليومية لقيمتها في الأشهر القادمة، فمن المزمع توحيد التفويضات العشرة المتبقية في ثلاثة تفويضات تتطابق مع أسهم السوق الناشئة، وأمريكا الشمالية، وأوروبا، وذلك باستخدام مدير الصندوق الحالي لأسهم السوق الناشئة وأفضل المدرء الحاليين أداء لأسهم أمريكا الشمالية، وأوروبا. وبهذه الطريقة فإن أحاد المدرء من ذوي السجلات الضعيفة في هذا المضمار مع الصندوق، سيجري استبعادهم. وسيستخدم الصندوق مشورة الخبراء والمدرء المؤقتين المؤهلين في هذه العملية.

22 - وعندما تسمح ظروف السوق، فإن حصة الأسهم سيجري تخفيضها مرة أخرى إلى 10%، وعلى ألا يغيب عن البال معيار تقادي الخسائر التي لا داعي لها.

توصيات أخرى لفريق الخبراء

23 - إلى جانب التصدي لقضية مخصصات الأصول الشاملة، تناول تقرير فريق الخبراء عددا من القضايا المهمة التي علقت عليها الإدارة في تقرير الرئيس عن سياسة استثمار الصندوق، وأثناء مختلف المشاورات وحلقات الندارس. ويرد أدناه التقدّم المحرز في هذه القضايا.

المخاطر التشغيلية

24 - شدد تقرير فريق الخبراء على ضرورة تعزيز إجراءات الخزانة. وهذا ما يجري الآن فيما يتعلق بتنفيذ التوصيات المتعلقة بإدارة المخاطر، والتسجيل والتقييم للمؤشرات الرئيسية، وإصدار كتيب شامل للإجراءات. ويجري الآن استعراض شامل لقضايا التوظيف ومتطلبات التدريب.

الاستثمار المقبول اجتماعيا وأخلاقيا وأيكولوجيا

25 - وكجزء من الترتيبات الانتقالية، فمن المزمع تعديل خطوط الاستثمار التوجيهية بالنسبة للأسهم والتفويضات المتنوعة ذات الفوائد الثابتة، لضمان استخدام المدرء المعنيين لتقنيات فرز تؤمن أن الصندوق يستثمر فقط في شركات تتطابق منتجاتها وعمالها وسياساتها البيئية مع المبادئ المقبولة اجتماعيا وأخلاقيا وأيكولوجيا.



اللجنة الاستشارية للاستثمارات

26 - لاحظ فريق الخبراء أن عضوية اللجنة الاستشارية للاستثمارات تقتصر على إدارة الصندوق وموظفيه. وأوصى بأن تتخفف العضوية الداخلية وبأن يضاف عضو أو عضوان خارجيان من ذوي التجارب الواسعة في مجال أعمال إدارة الاستثمار.

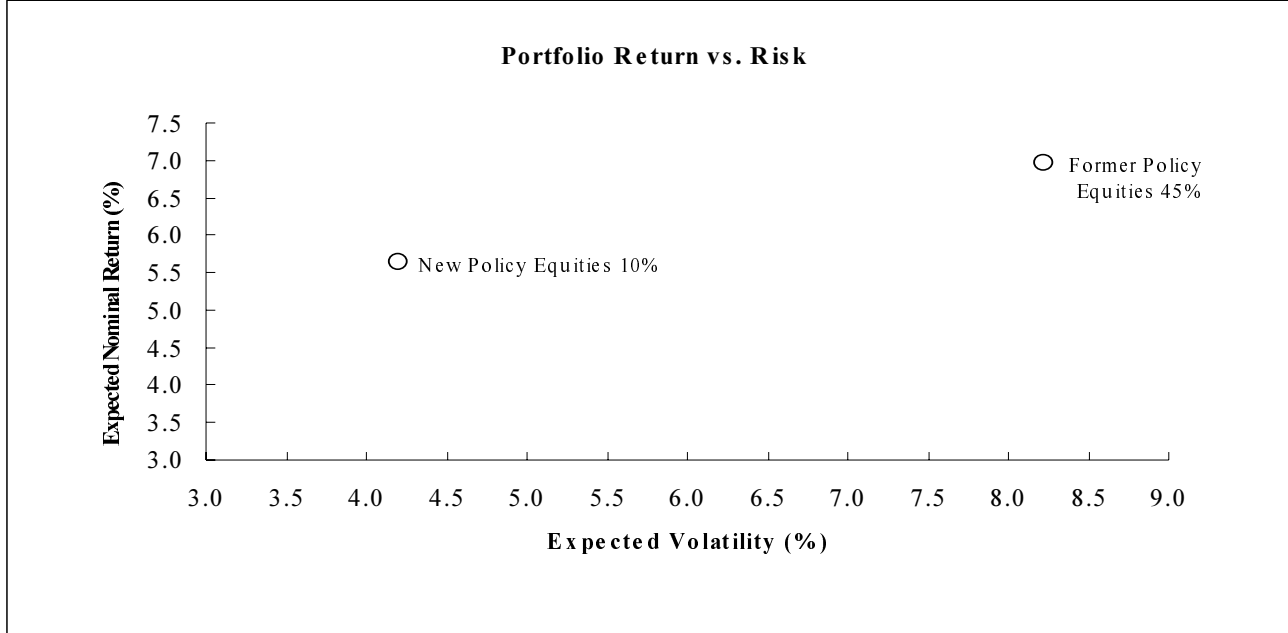
27 - ومبدأ العضوية الخارجية ليس بالجديد على الصندوق، ويشارك المستشارون الماليون للصندوق وبشكل روتيني في اجتماعات اللجنة الاستشارية للاستثمارات. أما إذا كان الأمر يتعلق بالحاجة إلى خبرات جديدة، فإن هذا سيتحدد عقب الاستعراض الداخلي.

رفع التقارير إلى المجلس التنفيذي

28 - اقترح فريق الخبراء أنه بالإضافة إلى التقارير ربع السنوية عن حافظة استثمارات الصندوق، ينبغي موافاة أعضاء المجلس التنفيذي بنشرات شهرية بشأن وضع الحافظة. وستدرج هذه التوصية على جدول أعمال لجنة المراجعة لمناقشتها مرة أخرى.



SUMMARY OF PORTFOLIO CHARACTERISTICS



Asset Class ^b	Assumptions ^a		New Policy	Former Policy
	Nominal Return %	Volatility %		
Cash (%)	3.0	2.9	5.0	5.0
Global government bonds (%)	5.3	5.6	44.0	40.0
Diversified fixed-interest (%)	5.6	6.0	23.0	10.0
Global inflation indexed bonds (%)	5.3	2.8	18.0	-
Global equities (%)	9.2	15.9	10.0	45.0
Total (%)			100.0	100.0
Return				
(i) Expected coupon/dividend payments (USD million) ^c			98	74
(ii) Expected nominal return (%)			5.6	7.0
(iii) Probability % of achieving in 3 years a minimum average return of 3 %			88	82
(iv) Cumulative returns 3 years:				
Expected cumulative return (%)			17.9	22.4
Expected minimum cumulative return % (95% confidence level)			3.4	-6.1
Expected maximum cumulative return % (95% confidence level)			32.5	50.9
Risk				
(v) Expected volatility (%)			4.2	8.2
(vi) Expected value-at-risk (USD million) ^d			139	271
Risk-adjusted return				
(vii) Sharpe ratio			0.63	0.48

^a The basis of the assumptions on returns of the various asset classes is explained in Attachment II.

^b The credit floor for fixed-interest investments is AA.

^c Calculated for a total portfolio of USD 2 billion.

^d Calculated in USD million with a one-year horizon and 95% confidence level, on the basis of a total portfolio of USD 2 billion.



DEFINITIONS OF RISK MEASURES, AND RETURN AND RISK ASSUMPTIONS

A. Definitions of Risk Measures

Volatility	<p>A risk measure that indicates how much the portfolio's return is fluctuating over time. A higher volatility means a higher uncertainty in returns.</p> <p><i>Calculated as the historical standard deviation of portfolio returns from their mean. A volatility of for example 5% indicates that the annual return will, with a probability of 67%, fall within +/- 5% from the mean.</i></p>
Value-at-risk (VaR)	<p>A risk measure that indicates the maximum amount the portfolio could lose over a certain time horizon, with a given level of confidence.</p> <p><i>Several estimation methodologies exist. IFAD uses a methodology in which each asset class has a benchmark index assigned to it as a proxy for its risk. The risk of each asset class is calculated as the volatility of several years of the index returns. The value-at-risk of the overall portfolio takes into account the correlation among the asset classes composing the portfolio.</i></p>
Sharpe ratio	<p>A measure for risk-adjusted return that compares the portfolio's return to its risk level. The Sharpe ratio is useful for comparing portfolios with different risk levels. The more positive the Sharpe ratio, the better the risk-adjusted return.</p> <p><i>Calculated as the portfolio's return less risk-free return and divided by the portfolio's volatility.</i></p>

B. Return and Risk Assumptions

The table on page 7 shows historical yearly returns together with average return and risk figures for the asset classes composing the three portfolio options. The applied assumption for average future returns is shown together with average historical return, average bond yields and equity returns for the last ten years as well as current bond yields.

Regarding equities, the assumed average future return equals the historical average return for the past 30 years.

Unlike equity returns, bond returns are not mean reverting according to empirical research. The current bond yield level, which effectively is the expected average return on bonds, is at a historically low level. The assumption for future bond returns is thus above the current bond yield level but below the historical nominal returns, particularly due to the prevailing lower inflation environment.

IFAD has been in contact with a number of investment managers to obtain their best estimates of future bond returns. Estimates differed according to varying economic scenarios. Those eventually selected were based on the assumption of a return to moderate growth.

The standard deviations presented in the table were calculated on the historical data and were applied when computing the three portfolio options.



Yearly Asset Class Returns 1970-2000 and Average Return and Risk
(Nominal Local Currency Terms)

Asset Class	Cash	Global Government Bonds	Diversified Fixed-Interest ^a	Global Inflation Indexed Bonds	Global Equities
Benchmark index	91-Days Treasury Bills	JP Morgan Global Government Bonds Index	Salomon Brothers Broad Investment Grade (BIG) Index	Bridgewater Inflation Linked Data	MSCI World (1988 onwards: MSCI AC World)
1970	6.8	-	-	-	-6.1
1971	4.7	-	-	12.2	13.0
1972	4.3	-	-	11.8	19.6
1973	7.6	-	-	9.2	-19.9
1974	8.5	-	-	10.9	-28.6
1975	6.1	-	-	15.1	32.3
1976	5.3	-	-	19.4	11.0
1977	5.7	-	-	12.4	-6.9
1978	8.1	-	-	14.1	5.8
1979	11.3	-	-	9.7	9.4
1980	13.1	-	-	16.0	19.4
1981	16.0	-	6.5	11.5	-2.3
1982	11.8	-	31.8	12.0	11.6
1983	9.6	-	8.2	11.1	21.6
1984	10.6	-	15.0	9.0	7.5
1985	8.2	-	22.3	9.6	25.3
1986	6.4	13.5	15.4	8.9	27.2
1987	6.2	4.5	2.6	9.9	-1.5
1988	7.4	7.1	8.0	8.2	25.9
1989	9.0	9.1	14.4	10.6	24.0
1990	8.2	7.0	9.1	9.4	-22.7
1991	5.7	14.9	16.0	9.3	15.5
1992	3.6	9.7	7.6	8.8	-1.7
1993	3.2	14.5	9.9	9.5	23.9
1994	4.6	-3.5	-2.8	9.9	-0.1
1995	5.9	17.1	18.5	5.3	15.1
1996	5.4	7.6	3.6	8.2	14.3
1997	5.5	9.5	9.6	8.1	20.0
1998	5.1	10.1	8.7	10.1	16.6
1999	5.1	-1.2	-0.8	12.2	28.3
2000	6.3	8.3	11.6	8.7	-11.7
Return					
Average historical return (%)	7.3	8.5	10.8	10.7	9.2
Average bond yield/equity return last 10 years (%)	4.7	5.7	6.6	5.9 ^b	12.0
Current bond yield (%) ^c	2.4	3.8	5.0	5.2 ^d	-
Assumption for average future return (%)	3.0	5.3	6.3	5.3	9.2
Risk					
Standard deviation (%)	2.9	5.6	8.0	2.8	15.9

^a The benchmark index used for estimating return and risk includes securities with credit ratings below AA. Diversified fixed-interest securities with a minimum credit quality of AA- has an estimated average future return at 5.6% and an estimated standard deviation at 6.0%.

^b Historical bond yields not available. Average bond yield 5.9 calculated as (average global bond return last 10 years/average global inflation indexed bond return last 10 years) * average global bond yield last 10 years.

^c As of 30 September 2001.

^d The current yield represents the real yield of 3.2% on United States treasury inflation indexed bonds plus 2% inflation assumption to make the return nominal.



DEFINITIONS OF LONG-TERM CREDIT RATINGS

- AAA Bonds rated AAA are judged to be of the best quality. They carry the smallest degree of investment risk. Interest payments are protected by a large or by an exceptionally stable margin and the principal is secure. While the various protective elements are likely to change, such changes are most unlikely to impair the fundamentally strong position of such bonds.
- AA Bonds rated AA are judged to be of high quality by all standards. They are rated lower than AAA bonds because margins of protection may not be as large as for AAA bonds or fluctuation of protective elements may be of greater amplitude or there may be other elements present that make the long-term risk appear somewhat larger than for AAA bonds.
- A Bonds rated A possess many favorable investment attributes and are to be considered as upper-medium-grade obligations. Factors giving security to principal and interest payments are considered adequate, but elements may be present that suggest a susceptibility to impairment some time in the future.
- BBB Bonds rated BBB are considered as medium-grade obligations, i.e. they are neither highly protected nor poorly secured. Interest payments and principal security appear adequate for the present but certain protective elements may be lacking or may be characteristically unreliable over any great length of time. Such bonds lack outstanding investment characteristics and have speculative characteristics as well.
- BB Bonds rated BB are judged to have speculative elements, i.e. their future cannot be considered well assured. Often the protection of interest and principal payments may be very moderate and thus not well safeguarded during both good and bad times in the future.
- B Bonds rated B generally lack the characteristics of a desirable investment. Assurance of interest and principal payments or of maintenance of other terms in the contract may be small over any long period of time.
- C Bonds rated C are the lowest rated class of bonds and can be regarded as having extremely poor prospects of ever attaining any real investment standing