

A

FIDA

FONDO INTERNACIONAL DE DESARROLLO AGRÍCOLA

Junta Ejecutiva – 80º período de sesiones

Roma, 17 y 18 de diciembre de 2003

INFORME SOBRE LA CARTERA DE INVERSIONES DEL FIDA CORRESPONDIENTE AL TERCER TRIMESTRE DE 2003

I. INTRODUCCIÓN

1. El siguiente informe sobre la cartera de inversiones del FIDA abarca el trimestre que finalizó el 30 de septiembre de 2003 e incluye, a efectos de comparación, las cifras de 2003 hasta la fecha y las correspondientes a años anteriores.
2. El presente informe comprende las seis secciones siguientes: política de inversiones, asignación de los activos, ingresos por concepto de inversiones, tasa de rendimiento y comparación de los resultados, composición por monedas y medición del riesgo.

II. POLÍTICA DE INVERSIONES

3. La política de inversiones del FIDA en vigor se aprobó en diciembre de 2001 y buena parte de ella se aplicó durante 2002. En junio de 2003, se realizaron dos inversiones en la clase de activos de bonos indizados en función de la inflación, con el resultado de que este tipo de tenencia llegó a representar cerca del 10% de la cartera total, en relación con la asignación del 18% indicada en la política de inversiones.
4. En el tercer trimestre de 2003, se decidió acortar la duración de la cartera de bonos públicos a fin de reducir el riesgo de pérdidas en caso de alza de las tasas de interés. Esta decisión se puso en práctica a finales de septiembre de 2003, fecha oportuna si se considera que a principios del cuarto trimestre de 2003 los mercados de bonos públicos arrojaron resultados negativos.
5. En octubre de 2003 se escogió un nuevo asesor financiero, que será designado una vez que se ulimen satisfactoriamente las correspondientes disposiciones contractuales.

III. ASIGNACIÓN DE LOS ACTIVOS

6. En el cuadro 1 se muestran las variaciones del efectivo y las inversiones que afectaron a las principales clases de activos que componían la cartera de inversiones en el tercer trimestre de 2003 y se compara la asignación real de los activos con la prevista en la política vigente. En el tercer trimestre del año no se reasignaron fondos entre las clases de activos de la cartera, con excepción de la habitual recuperación de dividendos, que se transfirieron de la cartera de acciones a la cartera administrada internamente. Ahora bien, en esta última cartera se registraron unas entradas netas equivalentes a USD 9 384 000, que representaban las contribuciones de los Estados Miembros, una vez deducidos los desembolsos por concepto de préstamos, donaciones y gastos administrativos. Durante el periodo que se examina también hubo marcadas fluctuaciones cambiarias positivas, particularmente en las carteras de bonos públicos y de bonos indizados en función de la inflación, sobre todo como resultado de la apreciación del yen japonés en relación con el dólar de los Estados Unidos.

7. Las variaciones que se acaban de mencionar no alteraron de forma notable las proporciones de la asignación de activos de la cartera. Al 30 de septiembre de 2003 se seguía observando un superávit de activos en la cartera de bonos públicos y, en menor medida, en la cartera administrada internamente, atribuible sobre todo al hecho de que aún no se habían asignado todos los fondos a la clase de activos correspondiente a los bonos indizados en función de la inflación. Para esa misma fecha, la asignación a la cartera de acciones se mantenía estrechamente en consonancia con la asignación prevista en la política, mientras que la cartera diversificada de renta fija mostraba un pequeño déficit.

**Cuadro 1: Resumen de las variaciones del efectivo y las inversiones,
tercer trimestre de 2003**
(en equivalente de miles de USD)

	Cartera administrada internamente	Cartera de bonos públicos	Cartera diversificada de renta fija	Cartera de bonos indizados en función de la inflación	Cartera de acciones	Cartera total
Saldo de apertura (30 de junio de 2003)	184 716	1 110 691	479 842	216 074	218 648	2 209 971
Ingresos/(pérdidas) netos por concepto de inversiones	990	(5 367)	(650)	2 531	3 846	1 350
Transferencias debidas a asignaciones ^a	669	-	-	-	(669)	-
Transferencias debidas a gastos	(1 560)	672	608	143	137	-
Otros flujos netos ^b	9 384	-	-	-	-	9 384
Fluctuaciones cambiarias	2 063	19 517	(428)	12 098	1 079	34 329
Saldo de cierre (30 de septiembre de 2003)	196 262	1 125 513	479 372	230 846	223 041	2 255 034
Asignación real (%)	8,7	49,9	21,3	10,2	9,9	100,0
Asignación prevista en la política (%)	5,0	44,0	23,0	18,0	10,0	100,0
Diferencia en la asignación (%)	3,7	5,9	(1,7)	(7,8)	(0,1)	-

^a Las transferencias de la cartera de acciones reflejan la recuperación de dividendos.

^b Contribuciones de los Estados Miembros, una vez deducidos los desembolsos por concepto de préstamos, donaciones y gastos administrativos.

IV. INGRESOS POR CONCEPTO DE INVERSIONES

8. A comienzos del tercer trimestre de 2003, las condiciones de mercado se caracterizaban por la opinión cada vez más generalizada de que se avecinaba un período de recuperación económica. Por consiguiente, los mercados accionarios ampliaron las ganancias registradas en el trimestre anterior, mientras que en la cartera de renta fija se observaron resultados negativos, debido al aumento de las tasas de interés. Hacia finales del tercer trimestre, los inversionistas mostraron nuevamente su desconfianza en cuanto a la sostenibilidad de la recuperación, con lo que las inversiones de renta fija volvieron a despertar cierto interés y casi lograron recuperarse de las pérdidas registradas a comienzos del trimestre.

9. En el cuadro 2 se presentan los ingresos netos por concepto de inversiones correspondientes al tercer trimestre de 2003, y la cifra acumulada hasta la fecha en 2003 y años anteriores respecto de las principales clases de activos de la cartera de inversiones. En el tercer trimestre de 2003, los ingresos netos agregados por concepto de inversiones ascendían al equivalente de USD 1 350 000, lo que, añadido a las ganancias netas de los seis primeros meses de 2003, equivalentes a USD 74 496 000, representaba una ganancia neta acumulativa del equivalente de USD 75 846 000 durante los nueve primeros meses de 2003 (frente a una pérdida neta equivalente a USD 11 083 000 registrada en los nueve primeros meses de 2002).

Cuadro 2: Ingresos netos procedentes de inversiones por clase de activos
(en equivalente de miles de USD)

Carteras	Tercer trimestre de 2003	Semestre al 30 de junio de 2003	Hasta la fecha en 2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997
Cartera administrada internamente	990	2 376	3 366	4 082	2 050	3 654	3 114	4 834	18 633
Cartera de bonos públicos	(5 367)	40 415	35 048	85 541	41 471	74 625	(43 977)	195 506	154 228
Cartera diversificada de renta fija	(650)	15 517	14 867	22 925	13 783	17 615	3 832	6 130	-
Cartera de bonos indizados en función de la inflación	2 531	6	2 537	-	-	-	-	-	-
Cartera de acciones	3 846	16 182	20 028	(86 378)	(100 286)	(143 744)	231 500	(18 571)	(8 921)
Cartera total	1 350	74 496	75 846	26 170	(42 982)	(47 850)	194 469	187 899	163 940

10. El cuadro 3 contiene información detallada sobre los ingresos netos por concepto de inversiones obtenidos durante el tercer trimestre de 2003, desglosados por inversiones de renta fija e inversiones en acciones, esto es, las dos categorías principales de la cartera.

Cuadro 3: Ingresos por concepto de inversiones relativos a la cartera total por categoría principal de la cartera, tercer trimestre de 2003
(en equivalente de miles de USD)

	Cartera de renta fija	Cartera de acciones	Cartera total
Intereses procedentes de las inversiones de renta fija y cuentas bancarias	17 319	1	17 320
Dividendos de las acciones	-	764	764
Ganancias/(pérdidas) de capital realizadas	11 208	(1 946)	9 262
Ganancias/(pérdidas) de capital no realizadas	(30 115)	5 165	(24 950)
Total parcial: ingresos/(pérdidas) brutos por concepto de inversiones	(1 588)	3 984	2 396
Ingresos procedentes de préstamos de valores en cartera y recuperación de comisiones	137	40	177
Retribución de los administradores de inversiones	(789)	(265)	(1 054)
Derechos de custodia	(144)	(29)	(173)
Gastos de asesoramiento financiero y otros gastos por gestión de inversiones	(112)	(13)	(125)
Impuestos	-	129	129
Otros gastos de inversión	-	-	-
Ingresos/(pérdidas) netos por concepto de inversiones	(2 496)	3 846	1 350

11. En el cuadro 4 se presentan los ingresos netos por concepto de inversiones relativos al tercer trimestre de 2003, desglosados por las distintas subcarteras de la cartera de renta fija. En conjunto, las pérdidas netas de esas inversiones ascendieron al equivalente de USD 2 496 000. Tales pérdidas son atribuibles a la cartera de bonos públicos y, en menor medida, a la cartera diversificada de renta fija, mientras que las carteras de bonos indizados en función de la inflación y la administrada internamente arrojaron resultados positivos.

Cuadro 4: Ingresos netos por concepto de inversiones relativos a la cartera de renta fija por subcartera, tercer trimestre de 2003
(en equivalente de miles de USD)

	Cartera administrada internamente	Cartera de bonos públicos	Cartera diversificada de renta fija	Cartera de bonos indizados en función de la inflación	Total de la cartera de renta fija
Intereses procedentes de inversiones de renta fija y cuentas bancarias	1 009	12 329	3 054	927	17 319
Dividendos de las acciones	-	-	-	-	-
Ganancias/(pérdidas) de capital realizadas	-	12 607	(1 530)	131	11 208
Ganancias/(pérdidas) de capital no realizadas	-	(29 808)	(1 924)	1 617	(30 115)
Total parcial: ingresos/(pérdidas) brutos por concepto de inversiones	1 009	(4 872)	(400)	2 675	(1 588)
Ingresos procedentes de préstamos de valores en cartera y recuperación de comisiones	-	106	27	4	137
Retribución de los administradores de inversiones	-	(476)	(205)	(108)	(789)
Derechos de custodia	(19)	(56)	(42)	(27)	(144)
Gastos de asesoramiento financiero y otros gastos por gestión de inversiones	-	(69)	(30)	(13)	(112)
Impuestos	-	-	-	-	-
Otros gastos de inversión	-	-	-	-	-
Ingresos/(pérdidas) netos por concepto de inversiones	990	(5 367)	(650)	2 531	(2 496)

12. En el cuadro 5 se indican los ingresos netos procedentes de inversiones relativos al tercer trimestre de 2003, correspondientes a las dos subcarteras de la cartera de acciones. En conjunto, los ingresos netos de la cartera de acciones en ese período ascendían al equivalente de USD 3 846 000. Ambas subcarteras, es decir, la de acciones de América del Norte y, en menor grado, la de Europa, arrojaron resultados positivos, durante ese trimestre.

Cuadro 5: Ingresos por concepto de inversiones relativos a la cartera de acciones por subcartera, tercer trimestre de 2003
(en equivalente de miles de USD)

	Acciones de América del Norte	Acciones de Europa	Total de la cartera de acciones
Intereses procedentes de las inversiones de renta fija y cuentas bancarias	1	-	1
Dividendos de las acciones	539	225	764
Ganancias/(pérdidas) de capital realizadas	842	(2 788)	(1 946)
Ganancias de capital no realizadas	2 321	2 844	5 165
Total parcial: ingresos brutos por concepto de inversiones	3 703	281	3 984
Ingresos procedentes de préstamos de valores en cartera y recuperación de comisiones	8	32	40
Retribución de los administradores de inversiones	(181)	(84)	(265)
Derechos de custodia	(16)	(13)	(29)
Gastos de asesoramiento financiero y otros gastos por gestión de inversiones	(8)	(5)	(13)
Impuestos	-	129	129
Otros gastos de inversión	-	-	-
Ingresos netos por concepto de inversiones	3 506	340	3 846

V. TASA DE RENDIMIENTO Y COMPARACIÓN DE LOS RESULTADOS

13. En el tercer trimestre de 2003 hubo un rendimiento general positivo del 0,08%, una vez deducidos los gastos de inversión y las fluctuaciones cambiarias. Acumulativamente, el rendimiento total correspondiente a los nueve primeros meses de 2003 fue del 3,51% (rendimiento no anualizado).

14. Los resultados de los diversos mandatos de la cartera de inversiones se miden utilizando bases de referencia independientes y predeterminadas que indican el rendimiento que cabe prever de la gestión pasiva de sectores concretos del mercado. Los índices empleados son el índice personalizado de bonos públicos negociados a nivel mundial (*Customized Global Government Bond Index*) de J.P. Morgan para los bonos públicos, el índice agregado de los Estados Unidos (*United States Aggregate Index*) de Lehman Brothers para los bonos diversificados de renta fija, el índice personalizado de bonos indizados en función de la inflación (*Customized Inflation-Indexed Index*) de Barclay para la cartera de bonos indizados en función de la inflación, el índice *Standard & Poor's 500* para las acciones de América del Norte y el índice de capitalización (*Capitalization Index*) de Morgan Stanley para las acciones europeas.

15. En el cuadro 6 se compara el rendimiento de cada subcartera principal con el rendimiento de referencia pertinente. La cartera total registró una diferencia positiva de 16 puntos básicos en el tercer trimestre de 2003, puesto que las inversiones de renta fija obtuvieron buenos resultados, mientras que las acciones arrojaron unos resultados moderadamente negativos en relación con su base de referencia.

Cuadro 6: Resultados comparados con la base de referencia
(en relación con la moneda local)

Carteras	Tercer trimestre de 2003			Hasta la fecha en 2003		
	Tasa de rendimiento (porcentaje)		Diferencia positiva/ (negativa)	Tasa de rendimiento (porcentaje)		Diferencia positiva/ (negativa)
	Cartera	Base de referencia		Cartera	Base de referencia	
Cartera administrada internamente	0,52	0,52	-	1,14	1,14	-
Cartera de bonos públicos	(0,45)	(0,59)	0,14	3,28	2,78	0,50
Cartera diversificada de renta fija	(0,09)	(0,19)	0,10	3,33	2,72	0,61
Cartera de bonos indizados en función de la inflación	1,17	0,42	0,75	1,17	0,42	0,75
Total de la cartera de renta fija	(0,07)	(0,29)	0,22	2,95	2,40	0,55
Cartera de acciones de América del Norte	2,74	2,21	0,53	16,05	13,21	2,84
Cartera de acciones de Europa	0,61	1,98	(1,37)	2,10	4,73	(2,63)
Total de la cartera de acciones	1,98	2,16	(0,18)	10,97	10,38	0,59
Tasa bruta de rendimiento general de la cartera	0,12	(0,04)	0,16	3,67	3,15	0,52
Menos: gastos	(0,04)	(0,04)	-	(0,16)	(0,16)	-
Tasa neta del rendimiento general de la cartera	0,08	(0,08)	0,16	3,51	2,99	0,52

16. Aunque en el tercer trimestre de 2003 la cartera total de renta fija tuvo un rendimiento negativo del 0,07%, superó en 22 puntos básicos su base agregada de referencia. A continuación se exponen los resultados obtenidos por las diversas subcarteras de renta fija:

- **Cartera de bonos públicos:** registró una diferencia positiva de 14 puntos básicos, principalmente gracias a que los administradores de las inversiones asignaron una cuota menor a los bonos japoneses, que obtuvieron resultados insatisfactorios, lo cual siguió siendo un factor positivo.

- **Cartera diversificada de renta fija:** la cartera superó en 10 puntos básicos su base de referencia ya que la selección de títulos siguió generando mayor valor añadido y los resultados de los títulos respaldados por activos compensaron el efecto negativo que habían producido en el trimestre anterior.
- **Cartera de bonos indizados en función de la inflación:** se observó una diferencia positiva de 75 puntos básicos. Esta cartera se había financiado a finales de junio de 2003 y en el mes de julio obtuvo resultados positivos, pues se benefició del hecho de haber entrado lentamente en el mercado en un momento de rendimiento negativo.

17. En el tercer trimestre de 2003 la cartera total de acciones arrojó un rendimiento positivo del 1,98%, pero una diferencia negativa de 18 puntos básicos en relación con su base agregada de referencia. Las dos subcarteras de acciones contribuyeron a ello de la siguiente manera:

- **Cartera de acciones de América del Norte:** arrojó una diferencia positiva de 53 puntos básicos gracias, sobre todo, a la estabilidad de las ganancias derivadas de la selección de títulos.
- **Cartera de acciones de Europa:** la diferencia negativa del trimestre anterior se agrandó hasta situarse en 137 puntos básicos, en vista de que la selección de títulos siguió siendo desfavorable en varios sectores. El hecho de haber mantenido un estilo de inversión centrado en la selección de valores de calidad con perspectivas de crecimiento, por lo general, en acciones de empresas de alta capitalización, no resultó beneficioso, si bien los resultados de la cartera fueron acordes con el desarrollo general del mercado durante los dos últimos meses del trimestre.

VI. COMPOSICIÓN POR MONEDAS

18. La mayoría de los compromisos del FIDA están denominados en derechos especiales de giro (DEG). Por lo tanto, los activos totales del Fondo se mantienen de manera que los compromisos para préstamos y donaciones no desembolsados denominados en DEG tengan, en la medida de lo posible, una contrapartida en activos denominados en las monedas y en las proporciones de la cesta de valoración del DEG. De igual modo, la Reserva General y los compromisos para donaciones denominados en USD tienen una contrapartida en activos denominados en esa misma moneda.

19. El Directorio Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional revisa cada cinco años la cesta de valoración del DEG para determinar qué monedas deben formar parte de la cesta y qué coeficiente de ponderación debe aplicarse a cada moneda en la fecha de la reponderación.

20. Las nuevas unidades de cada una de las cuatro monedas que componen la cesta de valoración se determinaron el 29 de diciembre de 2000, de manera que el valor del DEG fuera exactamente de USD 1,30291 con arreglo tanto a las unidades antiguas como a las nuevas, que entraron en vigor el 1º de enero de 2001. En el cuadro 7 se indican las unidades y los coeficientes de ponderación aplicables al 1º de enero de 2001 y al 30 de septiembre de 2003.

Cuadro 7: Unidades y coeficientes de ponderación aplicables a la cesta de valoración del DEG

Moneda	1° de enero de 2001		30 de septiembre de 2003	
	Unidades	Coficiente de ponderación	Unidades	Coficiente de ponderación
USD	0,5770	44,3	0,5770	40,5
EUR	0,4260	30,4	0,4260	34,8
JPY	21,000	14,0	21,000	13,2
GBP	0,0984	11,3	0,0984	11,5
Total		100,0		100,0

21. Al 30 de septiembre de 2003 los activos en efectivo, inversiones, pagarés y cantidades por recibir de los contribuyentes en el marco de las Reposiciones Cuarta, Quinta y Sexta ascendían al equivalente de USD 2 662 193 000 (al 31 de diciembre de 2002 ascendían al equivalente de USD 2 392 210 000), como se indica a continuación en el cuadro 8.

Cuadro 8: Composición de los activos por monedas al 30 de septiembre de 2003
(en equivalente de miles de USD)

Grupos de monedas	Efectivo e inversiones	Pagarés	Cantidades por recibir de los contribuyentes	Total
USD	950 347	53 471	40 721	1 044 539
EUR	609 014	54 113	36 933	700 060
JPY	329 152	14 683	-	343 835
GBP	257 604	16 708	30 787	305 099
Otros	108 917	73 178	86 565	268 660
Total	2 255 034	212 153	195 006	2 662 193

22. Al 30 de septiembre de 2003 las tenencias de activos expresados en monedas no incluidas en la cesta de valoración del DEG ascendían al equivalente de USD 268 660 000 (al 31 de diciembre de 2002, al equivalente de USD 169 996 000). Estos activos se distribuyeron por grupos de monedas, como se indica en el cuadro 9.

Cuadro 9: Distribución de los activos por grupos de monedas al 30 de septiembre de 2003
(en equivalente de miles de USD)

Grupos de monedas	Monedas incluidas en la cesta del DEG	Monedas europeas no incluidas en la cesta de valoración del DEG	Otras monedas no incluidas en la cesta de valoración del DEG	Monedas no convertibles	Total de las monedas correspondiente a cada grupo
USD	1 044 539	-	96 417	2 170	1 143 126
EUR	700 060	170 073	-	-	870 133
JPY	343 835	-	-	-	343 835
GBP	305 099	-	-	-	305 099
Total	2 393 533	170 073	96 417	2 170	2 662 193

23. En el cuadro 10 se presenta la alineación de los activos, por grupos de monedas, con la composición de la cesta de valoración del DEG al 30 de septiembre de 2003. En esa misma fecha, el saldo de la Reserva General y los compromisos para donaciones denominados en USD ascendían a USD 95 000 000 y USD 49 022 000, respectivamente.

Cuadro 10: Alineación de los activos, por grupos de monedas, con la composición de la cesta de valoración del DEG al 30 de septiembre de 2003
(en equivalente de miles de USD)

Grupos de monedas	Cantidad por grupos de monedas	Menos: compromisos denominados en USD	Activos netos por grupos de monedas	Activos netos (porcentaje) 30 de septiembre de 2003	Composición porcentual de la cesta del DEG 30 de septiembre de 2003
USD	1 143 126	(144 022)	999 104	39,7	40,5
EUR	870 133	-	870 133	34,6	34,8
JPY	343 835	-	343 835	13,6	13,2
GBP	305 099	-	305 099	12,1	11,5
Total	2 662 193	(144 022)	2 518 171	100,0	100,0

24. Al 30 de septiembre de 2003 había únicamente unos déficit reducidos de tenencias de los grupos de monedas del dólar de los Estados Unidos y del euro. Los déficit se compensaron con pequeños excedentes en monedas de los grupos del yen japonés y de la libra esterlina. Las diferencias monetarias existentes entre los activos netos del FIDA y la ponderación de monedas de la cesta de valoración del DEG se explican principalmente por las posiciones monetarias sin cobertura adoptadas por los administradores de las inversiones en la cartera de bonos públicos.

VII. MEDICIÓN DEL RIESGO

25. La cartera de inversiones está sujeta a fluctuaciones de los rendimientos provocadas por la situación económica y el mercado. Desde siempre, las diferentes clases de activos han mostrado distintos niveles de volatilidad, noción con frecuencia denominada “riesgo”. La volatilidad se mide en función de las desviaciones típicas de los rendimientos de la cartera con respecto a la media. Al 30 de septiembre de 2003, la desviación típica de la cartera real del FIDA era del 2,1%, en comparación con el 2,5% de la política de inversiones (el 30 de junio de 2003 era del 2,5% para la cartera y del 2,8% para la política), lo que expresa una reducción de la volatilidad tanto para la cartera como para la política.

26. El valor sujeto a riesgo es la medida de riesgo que emplea el FIDA para calcular la cantidad máxima que la cartera podría perder en un período de tres meses, con un nivel de confianza del 95%. En el cuadro 11 se presenta el valor sujeto a riesgo de la cartera real del FIDA y de su política de inversiones. Al 30 de septiembre de 2003, el valor sujeto a riesgo de la cartera y de la política era inferior al registrado al 30 de junio de 2003, lo que implica que en ambos casos el riesgo había disminuido. La principal razón de este hecho reside en la decisión adoptada por el FIDA en el tercer trimestre de 2003 de acortar la duración de sus bonos públicos, lo que disminuyó la sensibilidad de la cartera y de la política ante las tasas de interés y, por ende, redujo también las posibilidades de pérdidas.

Cuadro 11: Valor sujeto a riesgo
(plazo de la previsión: tres meses; nivel de confianza: 95%)

Fecha	Cartera		Política ^a	
	Valor sujeto a riesgo (porcentaje)	Cantidad en miles de USD	Valor sujeto a riesgo (porcentaje)	Cantidad en miles de USD
30 de septiembre de 2003	1,7	39 000	2,0	46 200
30 de junio de 2003 ^b	2,1	46 100	2,3	51 500
31 de marzo de 2003	1,7	36 200	2,4	50 800
31 de diciembre de 2002	1,8	38 100	2,4	50 300
30 de septiembre de 2002	2,1	42 500	2,4	49 100
30 de junio de 2002	2,5	49 000	2,4	46 800
31 de marzo de 2002 ^a	2,9	54 700	2,4	45 700
31 de diciembre de 2001	5,5	105 100	6,2	119 100

^a Los cambios introducidos en la nueva política de inversiones se reflejan en el valor sujeto a riesgo establecido al 31 de marzo de 2002.

^b Las cifras del valor sujeto a riesgo al 30 de junio de 2003 reflejan el uso de un nuevo instrumento de medición del riesgo debido al cambio de custodio general del FIDA.

27. Como se observa también en el cuadro 11, al 30 de septiembre de 2003 el valor sujeto a riesgo de la cartera se mantenía por debajo del especificado en la política, lo que indica un riesgo de la cartera inferior al de la política. Esto se debe, en parte, al hecho de que el efectivo asignado en la cartera era levemente superior al establecido en la política. Además, en la cartera, los sectores correspondientes a renta fija y a acciones mostraban un valor sujeto a riesgo menor que el previsto en la política, y esto significa que, como término medio, el nivel de riesgos asumido por los administradores de las inversiones en esos sectores fue inferior al indicado en sus índices de referencia respectivos.

