

# a

## FIDA

### FONDS INTERNATIONAL DE DÉVELOPPEMENT AGRICOLE

#### Conseil d'administration – Quatre-vingt-quatrième session

Rome, 18-20 avril 2005

## RAPPORT SUR LE PORTEFEUILLE DE PLACEMENTS DU FIDA POUR 2004

### I. INTRODUCTION

1. Le présent rapport sur le portefeuille de placements du FIDA couvre l'année qui a pris fin le 31 décembre 2004 et indique, à titre de comparaison, les chiffres pour l'année qui s'est achevée le 31 décembre 2003 ainsi que ceux des années précédentes. Il présente également, à l'annexe X, un bilan de la performance des placements au quatrième trimestre de 2004.

2. Ce rapport comprend huit sections: faits saillants, évolution générale, politique de placement, répartition des actifs, produit des placements, taux de rendement et comparaison des performances, composition du portefeuille et mesure des risques.

### II. FAITS SAILLANTS

3. En 2004, les marchés financiers ont subi l'influence des prix du pétrole, qui ont augmenté pendant la majeure partie de l'année. Cette évolution explique en partie la progression des marchés obligataires, surtout au second semestre, alors que l'activité économique avait tendance à se tasser. Quant aux marchés d'actions, ils se sont nettement redressés au dernier trimestre, lorsque les prix du pétrole ont commencé à refluer et que les investisseurs ont repris confiance dans les perspectives d'expansion économique.

4. Globalement, le produit net du portefeuille de placements du FIDA s'est élevé à l'équivalent de 108 662 000 USD en 2004. Ce chiffre représente un taux de rendement global net de 4,54%, soit 12 points de base de plus que l'indice global de référence.

5. Le compartiment des titres à taux fixe a contribué pour l'équivalent de 84 876 000 USD au produit net global du portefeuille de placements. Il a ainsi dégagé un taux de rendement de 4,15%, supérieur de 7 points de base au taux de référence.

6. La contribution du compartiment des actions au produit global net des placements s'est élevée à l'équivalent de 23 786 000 USD. Le produit des actions correspond à un taux de rendement de 9,76%, soit 60 points de base de mieux que l'indice de référence.

7. Le montant du portefeuille de placements est passé de l'équivalent de 2 356 921 000 USD au 31 décembre 2003 à l'équivalent de 2 559 975 000 USD à la fin de 2004. Cette progression résulte essentiellement de l'évolution positive du produit des placements et des gains de change dus à la forte appréciation des principales monnaies par rapport au dollar des États-Unis.

8. Le 1<sup>er</sup> juin 2004, de nouveaux investissements en obligations indexées sur l'inflation ont porté la part de cette catégorie d'actifs aux alentours de 18% de l'ensemble du portefeuille, ce qui correspond à la proportion préconisée par la politique de placement. À cette occasion, en outre, la durée du portefeuille d'obligations indexées sur l'inflation a été raccourcie de manière à réduire les risques de pertes en cas de hausse des taux d'intérêt.

9. Suite à l'étude sur la gestion de bilan présentée au Conseil d'administration en décembre 2003, il a été demandé à tous les gestionnaires extérieurs de prendre les mesures appropriées avant le 30 juin 2004 pour couvrir intégralement leurs positions en devises par rapport à la pondération prévue entre les différentes monnaies.

10. L'étude sur la gestion de bilan recommandait par ailleurs, parmi les mesures à prendre pour réduire le risque de marché auquel est exposé le portefeuille de placements, de détenir jusqu'à échéance une partie de ce dernier. Après une série d'analyses réalisées à l'automne 2004, il a été décidé de consacrer une somme de 400 millions de USD aux placements détenus jusqu'à échéance, en liquidant pour cela la totalité du portefeuille d'actions ainsi qu'une partie des obligations d'État. La liquidation du portefeuille d'actions et le financement des placements qui seront détenus jusqu'à échéance auront lieu au premier trimestre de 2005 et contribueront à réduire encore davantage la volatilité du portefeuille de placements.

### III. ÉVOLUTION GÉNÉRALE

11. La présente section retrace l'évolution de la situation économique et des marchés financiers en 2004.

#### A. Situation économique

12. L'annexe I présente l'évolution de quatre grands indicateurs économiques: le produit intérieur brut (PIB) réel, les prix à la consommation, le taux de chômage et les déficits ou excédents budgétaires. Ces indicateurs concernent les pays dont la monnaie figure dans le panier servant au calcul du droit de tirage spécial (DTS), c'est-à-dire les États-Unis, le Japon, les pays de la zone euro et le Royaume-Uni.

13. Dans les pays considérés, la croissance du PIB a été globalement assez vigoureuse en 2004, bien que la hausse des prix du pétrole ait contribué à un ralentissement de l'activité au cours du second semestre. Aux États-Unis, cela n'a cependant pas empêché l'économie de connaître une forte accélération, alimentée à la fois par la demande intérieure, l'investissement des entreprises et le dynamisme de l'emploi. L'économie du Japon a elle aussi fait preuve d'une grande vigueur, principalement grâce aux exportations et à l'investissement des entreprises, car la demande intérieure est restée assez faible. D'après les prévisions, ces deux pays devraient enregistrer un certain ralentissement en 2005. Dans la zone euro, la croissance est restée très modeste, soutenue avant tout par les exportations et par l'accélération de la croissance aux États-Unis et en Asie, malgré l'impact négatif de l'appréciation de l'euro. Les prévisions pour la zone euro laissent entrevoir une trajectoire de croissance globalement inchangée en 2005. Au Royaume-Uni, les dépenses des entreprises et du secteur public ont alimenté la croissance économique en 2004, mais un fléchissement est attendu en 2005.

14. Aux États-Unis, le niveau record des prix du pétrole et la hausse des prix à la production ont entraîné une progression de l'inflation. En outre, la poursuite de l'expansion économique, l'accélération de la croissance des salaires et le renchérissement des importations dû au fléchissement du dollar ont fait monter les prix à la consommation en 2004. Cela dit, les tensions sur les prix devraient s'atténuer en 2005, car il est probable que la Réserve fédérale relèvera de nouveau les taux d'intérêt pour modérer la demande intérieure. Dans la zone euro, les prix à la consommation sont restés stables en raison de la faiblesse de la demande intérieure, et la forte appréciation de l'euro par rapport au dollar des États-Unis a contribué à réduire l'effet de la hausse des prix du pétrole. Dans cette région, les prévisions pour 2005 tablent sur un recul de l'inflation lié à l'atonie persistante des dépenses de consommation. L'inflation a légèrement diminué au Royaume-Uni, car la hausse des taux d'intérêt décidée par la Banque d'Angleterre, en renchérissant le loyer de l'argent, a aidé à maîtriser la dépense et l'inflation. Au Japon, l'inflation a été légèrement négative et devrait également le rester en 2005.

15. Le chômage a diminué au Japon, au Royaume-Uni et aux États-Unis, mais il a en revanche légèrement augmenté dans la zone euro, la croissance ayant stagné au second semestre de l'année et certaines entreprises ayant procédé à des réductions d'effectif dans un climat d'inquiétude suscité par l'appréciation de l'euro. Les prévisions pour 2005 laissent entrevoir un léger recul des taux de chômage dans les quatre régions considérées.

16. En 2004, le déficit budgétaire s'est légèrement creusé aux États-Unis et au Japon, mais est resté inchangé dans la zone euro. Bien qu'une petite amélioration soit prévue en 2005 pour les États-Unis et la zone euro, le déficit devrait en revanche s'alourdir quelque peu au Japon. Quant au Royaume-Uni, son excédent est resté à un niveau à peu près inchangé en 2004, mais il devrait légèrement diminuer en 2005.

17. L'annexe II illustre l'évolution des taux d'intérêt fixés par les banques centrales des pays dont la monnaie figure dans le panier du DTS. L'incidence de ces taux sur les taux d'intérêt à court terme et sur les marchés obligataires est exposée ci-après aux paragraphes 19 et 20. Aux États-Unis, la Réserve fédérale a relevé à cinq reprises le taux des fonds fédéraux en 2004, aux mois de juin, août, septembre, novembre et décembre, le portant ainsi de 1,00% à 2,25%, afin de freiner la dépense. De son côté, la Banque centrale européenne a maintenu son taux de refinancement à 2,00% pour soutenir l'économie. Au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre a relevé son taux de base quatre fois durant l'année, en février, mai, juin et août, le portant de 3,75% à 4,75%. La Banque du Japon a poursuivi sa politique de taux nul en 2004.

18. L'annexe III présente les taux de change en fin de mois du dollar des États-Unis par rapport aux trois autres monnaies entrant dans la composition du DTS. En 2004, ces trois autres monnaies, à savoir le yen (JPY), la livre sterling (GBP) et l'euro (EUR), se sont vivement appréciées, surtout l'euro, par rapport au dollar des États-Unis, une masse importante de liquidités libellées dans cette monnaie n'ayant pu être intégralement absorbée par les réserves en devises des autres pays. Les données concernant l'incidence des mouvements de change sur le portefeuille de placements en 2004 sont récapitulées dans le tableau 1 et expliquées au paragraphe 31.

## **B. Conjuncture des marchés financiers**

19. L'annexe IV montre l'évolution, en 2004, des taux d'intérêt à court et à long terme dans les pays dont la monnaie fait partie du panier servant au calcul du DTS. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, où les banques centrales ont relevé leurs taux directeurs, les taux d'intérêt à court terme ont augmenté, tandis qu'ils sont restés globalement stables au Japon et dans la zone euro. Les taux d'intérêt à long terme se sont légèrement accrus pendant la première partie de l'année, sauf dans la zone euro, mais ils se sont ensuite orientés à la baisse lorsque le ralentissement de la croissance économique et l'atténuation des pressions inflationnistes ont ravivé l'intérêt des investisseurs pour les marchés obligataires.

20. L'annexe V présente les rendements en 2004 des emprunts publics des pays représentés dans le customized JP Morgan global government bond index. Selon l'usage, l'indice de référence comprend à la fois le produit des coupons, les plus-values et les moins-values. Le marché obligataire des États-Unis a été le seul à enregistrer un rendement légèrement négatif en 2004, en raison à la fois de la hausse des taux d'intérêt décidée par la banque centrale et de la baisse des prix du pétrole qui a incité les investisseurs à se tourner vers les marchés d'actions au dernier trimestre.

21. L'annexe VI retrace l'évolution en 2004 des marchés d'actions et de titres à taux fixe sur lesquels le FIDA a réalisé des placements au cours de l'année. Le FIDA suit l'évolution des marchés de titres à taux fixe en se basant sur la performance d'indices de référence représentatifs pour les obligations d'État, les titres diversifiés à taux fixe et les obligations indexées sur l'inflation. Au premier trimestre, le niveau encore faible de l'inflation et la croissance plus lente que prévu de l'activité économique ont joué en faveur des valeurs à taux fixe, mais celles-ci ont ensuite pâti, au deuxième trimestre, de la perspective d'une hausse des taux d'intérêt et d'inflation. Les marchés des titres à taux fixe se sont ensuite redressés, durant la seconde moitié de l'année, grâce au ralentissement général de la croissance économique et au maintien de l'inflation à des niveaux peu élevés. Cependant, la crainte d'une reprise de l'inflation ne s'étant pas dissipée, les investisseurs ont continué d'accroître leurs achats d'obligations indexées sur la hausse des prix, ce qui a permis à ces titres d'offrir des rendements nettement plus élevés que ceux des obligations d'État et des titres diversifiés à taux fixe.

22. En ce qui concerne les actions, les marchés ont affiché des résultats assez moyens au premier semestre, les niveaux records atteints par les prix du pétrole ayant eu pour effet d'augmenter les coûts et de réduire les bénéfices des entreprises. Toutefois, en Europe comme aux États-Unis, les marchés d'actions ont ensuite connu une forte reprise au dernier trimestre, lorsque les prix du pétrole ont commencé à refluer et que les investisseurs ont repris confiance dans les perspectives économiques.

#### IV. POLITIQUE DE PLACEMENT

23. En mars 2004, deux gestionnaires extérieurs ont été sélectionnés pour compléter le compartiment des obligations indexées sur l'inflation, et ils ont reçu à cet effet, le 1<sup>er</sup> juin 2004, une dotation totale d'un montant équivalant à 180 millions de USD prélevée sur les obligations d'État (pour l'équivalent de 130 millions de USD) et sur le portefeuille sous gestion interne (pour l'équivalent de 50 millions de USD). Ces opérations ont porté la part des obligations indexées sur l'inflation aux alentours de 18% de l'ensemble du portefeuille, ainsi que le prévoit la politique de placement.

24. En outre, ces nouveaux placements ont été l'occasion de raccourcir la durée du portefeuille d'obligations indexées sur l'inflation, qui a été ramenée de 8 à 6 ans environ, afin de réduire le risque de perte en cas de hausse des taux d'intérêt.

25. L'étude sur la gestion de bilan qui a été présentée en décembre 2003 au Conseil d'administration contenait deux recommandations concernant le portefeuille de placements: assurer la couverture des positions en devises prises par certains gestionnaires de fonds extérieurs, et réduire le risque de marché auquel est exposé le portefeuille de placements en détenant une partie des actifs jusqu'à échéance. Les placements détenus jusqu'à échéance pouvant être comptabilisés au coût amorti, ils ne varient donc pas au gré des fluctuations de cours sur le marché.

26. Suite à la première recommandation, il a été demandé à tous les gestionnaires extérieurs de prendre les mesures nécessaires avant le 30 juin 2004 pour répartir tous leurs placements dans les différentes monnaies en fonction des pondérations de référence.

27. En ce qui concerne la deuxième mesure recommandée, l'analyse financière de cette option réalisée au second semestre de 2004 a débouché sur la décision de consacrer une somme de 400 millions de USD à cette catégorie de placements. Ce compartiment du portefeuille sera géré en

interne et investi en valeurs obligataires de haute qualité d'une durée maximale de cinq ans, avec renouvellement des titres venant à échéance tous les trimestres par tranches de 20 millions de USD.

28. Plusieurs scénarios de financement du portefeuille de titres détenus jusqu'à échéance ont été analysés en termes de risque et de rendement. Ce travail a abouti à la décision de liquider l'ensemble du portefeuille d'actions ainsi qu'une partie des obligations d'État pour investir le produit de ces cessions dans le nouveau portefeuille. La liquidation des actions et la création d'une catégorie d'actifs détenus jusqu'à échéance contribueront à réduire encore davantage la volatilité du portefeuille de placements.

29. Ces opérations auront lieu au premier trimestre de 2005 et seront consignées dans le rapport sur le portefeuille de placements du FIDA pour le premier trimestre de 2005, qui sera présenté à la quatre-vingt-quatrième session du Conseil d'administration, en avril 2005.

#### V. RÉPARTITION DES ACTIFS

30. Le tableau 1 récapitule les mouvements des principales catégories d'actifs en 2004 et compare la répartition effective des placements aux objectifs fixés convenus en la matière. En juin 2004, la dernière tranche du portefeuille d'obligations indexées sur l'inflation a été financée au moyen de transferts opérés à hauteur de l'équivalent de 130 millions de USD sur les obligations d'État et de l'équivalent de 50 millions de USD sur le portefeuille sous gestion interne. Hormis les rapatriements habituels de dividendes transférés du portefeuille d'actions au portefeuille sous gestion interne, qui ne sont pas réinvestis en actions, aucun autre mouvement n'a eu lieu en 2004 entre les différentes catégories d'actifs. Par ailleurs, un apport net de l'équivalent de 2 911 000 USD correspondant aux contributions des États membres, déduction faite des décaissements au titre des prêts, des dons et des dépenses administratives, a été enregistré.

**Tableau 1: Mouvements du portefeuille: liquidités et placements – 2004**  
(équivalent en milliers de USD)

	Portefeuille sous gestion interne	Obligations d'État	Titres diversifiés à taux fixe	Obligations indexées sur l'inflation	Actions	Ensemble du portefeuille
<b>Solde d'ouverture (au 31 décembre 2004)</b>	<b>185 326</b>	<b>1 190 833</b>	<b>480 873</b>	<b>243 803</b>	<b>256 086</b>	<b>2 356 921</b>
Produit net des placements	2 701	38 675	22 114	21 386	23 786	108 662
Transferts correspondant à des repondérations <sup>a</sup>	(44 673)	(130 000)	-	180 000	(5 327)	-
Transferts correspondant à des frais/autres produits	(5 517)	2 309	1 313	893	1 002	-
Autres flux nets <sup>b</sup>	2 911	-	-	-	-	2 911
Mouvements de change	6 773	53 732	(126)	23 505	7 597	91 481
<b>Solde en fin de période (au 31 décembre 2004)</b>	<b>147 521</b>	<b>1 155 549</b>	<b>504 174</b>	<b>469 587</b>	<b>283 144</b>	<b>2 559 975</b>
Répartition effective (%)	5,8	45,1	19,7	18,3	11,1	100,0
Répartition prescrite (%)	5,0	44,0	23,0	18,0	10,0	100,0
<b>Différence (%)</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>(3,3)</b>	<b>0,3</b>	<b>1,1</b>	<b>-</b>

<sup>a</sup> Les transferts en provenance du portefeuille d'actions correspondent au rapatriement de dividendes.

<sup>b</sup> Recettes en espèces et sommes encaissées au titre des contributions des États membres, déduction faite des décaissements au titre des prêts, des dons et des dépenses administratives.

31. Les changements intervenus en 2004 dans la répartition des actifs reflètent également l'évolution positive du produit des placements ainsi que d'amples mouvements de change résultant de la forte appréciation des principales monnaies par rapport au dollar des États-Unis. Dans les compartiments des obligations d'État et des obligations indexées sur l'inflation, en particulier, investis en moyenne à hauteur d'environ 75% et 95%, respectivement, en 2004, dans des titres libellés dans d'autres monnaies que le dollar des États-Unis, la valeur des avoirs a augmenté.

32. Au 31 décembre 2004, en revanche, le portefeuille de placements faisait apparaître une moins-value dans le compartiment des titres diversifiés à taux fixe, qui est presque entièrement investi en obligations libellées en dollars des États-Unis et dont la valeur de marché n'a donc pas bénéficié, contrairement à celle d'autres catégories d'actifs, de l'évolution positive du change. Les excédents de faible ampleur enregistrés dans les autres compartiments ont néanmoins compensé cet écart négatif.

33. L'annexe VII fournit des détails supplémentaires sur les mouvements constatés dans les deux compartiments du portefeuille d'actions et sur leurs soldes respectifs en fin d'année.

#### VI. PRODUIT DES PLACEMENTS

34. En 2004, le produit net des placements s'est élevé au total à l'équivalent de 108 662 000 USD (contre 107 962 000 USD en 2003). Selon l'usage, les plus-values et les moins-values réalisées et latentes sont constatées dans les comptes de l'exercice auquel elles se rapportent et font partie du produit des placements. Le tableau 2 présente le produit net des placements pour 2004 et pour les années précédentes, par principales catégories d'actifs.

**Tableau 2: Produit net des placements par catégorie d'actifs – 2004 et années précédentes<sup>a</sup>**  
(équivalent en milliers de USD)

Portefeuille	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997
Gestion interne	2 701	4 086	4 098	2 050	3 654	3 114	4 834	18 633
Obligations d'État	38 675	36 735	85 541	41 471	74 625	(43 977)	195 506	154 228
Titres diversifiés à taux fixe	22 114	16 038	22 925	13 783	17 615	3 832	6 130	–
Obligations indexées sur l'inflation	21 386	4 665	–	–	–	–	–	–
Actions	23 786	46 438	(86 378)	(100 286)	(143 744)	231 500	(18 571)	(8 921)
<b>Ensemble du portefeuille</b>	<b>108 662</b>	<b>107 962</b>	<b>26 186</b>	<b>(42 982)</b>	<b>(47 850)</b>	<b>194 469</b>	<b>187 899</b>	<b>163 940</b>

<sup>a</sup> Le produit net des placements des années antérieures (de 1997 à 2001) reflète la précédente politique de placement.

35. Le tableau 3 détaille le produit net des placements en 2004 pour les deux principaux compartiments du portefeuille, à savoir les titres à taux fixe et les actions, et rappelle les résultats obtenus pour l'ensemble du portefeuille au cours des années comprises entre 1997 et 2003. En 2004, les titres à taux fixe comme les actions ont contribué positivement au produit net des placements.

**Tableau 3: Produit net des placements de l'ensemble du portefeuille par grande catégorie d'actifs – 2004 et années précédentes<sup>a</sup>**  
(équivalent en milliers de USD)

	2004			2003 Ensemble du portefeuille	2002 Ensemble du portefeuille	2001 Ensemble du portefeuille	2000 Ensemble du portefeuille	1999 Ensemble du portefeuille	1998 Ensemble du portefeuille	1997 Ensemble du portefeuille
	Total titres à taux fixe	Total actions	Ensemble du portefeuille							
Intérêts perçus sur les placements à taux fixe et les comptes bancaires	76 716	52	76 768	69 938	61 541	59 241	68 819	90 253	112 668	128 779
Dividendes perçus sur les actions	-	6 204	6 204	4 709	7 652	13 614	11 760	8 684	5 654	94
Plus-values (moins-values) réalisées	11 339	8 932	20 271	42 179	(89 120)	(74 793)	8 264	3 861	40 846	21 535
Plus-values (moins-values) latentes	1 409	9 849	11 258	(3 779)	53 541	(31 400)	(125 724)	101 272	36 111	19 657
Produit des prêts de titres et recouvrement de commissions	597	141	738	430	436	841	440	539	905	463
<b>Sous-total: produit brut des placements/ (pertes)</b>	<b>90 061</b>	<b>25 178</b>	<b>115 239</b>	<b>113 477</b>	<b>34 050</b>	<b>(32 497)</b>	<b>(36 441)</b>	<b>204 609</b>	<b>196 184</b>	<b>170 528</b>
Frais de gestion des placements	(3 966)	(1 121)	(5 087)	(4 276)	(4 866)	(7 037)	(7 993)	(7 192)	(5 660)	(3 708)
Frais de garde	(403)	(82)	(485)	(680)	(1 621)	(2 103)	(2 581)	(1 870)	(1 469)	(1 066)
Frais de conseil financier et autres frais de gestion	(816)	(105)	(921)	(475)	(791)	(688)	(515)	(508)	(610)	(683)
Taxes		(84)	(84)	(84)	(365)	(606)	(167)	(286)	(129)	(1 131)
Autres frais de placement	-	-	-	-	(221)	(51)	(153)	(284)	(417)	-
<b>Produit net des placements/ (pertes)</b>	<b>84 876</b>	<b>23 786</b>	<b>108 662</b>	<b>107 962</b>	<b>26 186</b>	<b>(42 982)</b>	<b>(47 850)</b>	<b>194 469</b>	<b>187 899</b>	<b>163 940</b>

<sup>a</sup> Le produit net des placements des années antérieures (de 1997 à 2001) reflète la précédente politique de placement.

36. Le tableau 4 présente le produit net des placements en 2004 dans les quatre compartiments du portefeuille de titres à taux fixe, à savoir le portefeuille sous gestion interne, les obligations d'État sous mandat de gestion, les titres diversifiés à taux fixe et les obligations indexées sur l'inflation. Au total, le produit net des placements à taux fixe s'est élevé en 2004 à l'équivalent de 84 876 000 USD. Les obligations d'État ont été les plus performantes, mais les titres diversifiés à taux fixe et les obligations indexées sur l'inflation, qui ont fait l'objet de nouveaux placements en cours d'année, ont également contribué à ce résultat.

**Tableau 4: Produit net des placements à taux fixe par compartiment – 2004**  
(équivalent en milliers de USD)

	Gestion interne	Obligations d'État	Titres diversifiés à taux fixe	Obligations indexées sur l'inflation	Total des placements en titres à taux fixe
Intérêts perçus sur les placements à taux fixe et les comptes bancaires	2 663	49 330	14 529	10 194	76 716
Dividendes perçus sur les actions	-	-	-	-	-
Plus-values (moins-values) réalisées	111	(6 654)	9 115	8 767	11 339
Plus-values (moins-values) latentes	-	(1 692)	(217)	3 318	1 409
Produit des prêts de titres et recouvrement de commissions	-	363	179	55	597
<b>Sous-total: produit brut des placements/(pertes)</b>	<b>2 774</b>	<b>41 347</b>	<b>23 606</b>	<b>22 334</b>	<b>90 061</b>
Frais de gestion des placements	-	(2 091)	(1 190)	(685)	(3 966)
Frais de garde	(73)	(116)	(98)	(116)	(403)
Frais de conseil financier et autres frais de gestion	-	(465)	(204)	(147)	(816)
Taxes	-	-	-	-	-
Autres frais de placement	-	-	-	-	-
<b>Produit net des placements/(pertes)</b>	<b>2 701</b>	<b>38 675</b>	<b>22 114</b>	<b>21 386</b>	<b>84 876</b>



37. Le tableau 5 présente le produit net des deux compartiments du portefeuille d'actions en 2004. Au total, le produit net des placements en actions s'est élevé à l'équivalent de 23 786 000 USD. Les actions du compartiment Amérique du Nord et, dans une moindre mesure, celles du compartiment Europe ont fortement contribué au résultat de 2004.

**Tableau 5: Produit net des placements en actions par compartiment – 2004**  
(équivalent en milliers de USD)

	Actions nord-américaines	Actions européennes	Total du portefeuille d'actions
Intérêts perçus sur les placements à taux fixe et les comptes bancaires	39	13	52
Dividendes perçus sur les actions	3 150	3 054	6 204
Plus-values (moins-values) réalisées	8 341	591	8 932
Plus-values (moins-values) latentes	3 143	6 706	9 849
Produit des prêts de titres et recouvrement de commissions	57	84	141
<b>Sous-total: produit brut des placements/(pertes)</b>	<b>14 730</b>	<b>10 448</b>	<b>25 178</b>
Frais de gestion des placements	(814)	(307)	(1 121)
Frais de garde	(57)	(25)	(82)
Frais de conseil financier et autres frais de gestion	(64)	(41)	(105)
Taxes	-	(84)	(84)
Autres frais de placement	-	-	-
<b>Produit net des placements/(pertes)</b>	<b>13 795</b>	<b>9 991</b>	<b>23 786</b>

38. L'annexe VIII présente le produit annuel brut des deux grands compartiments du portefeuille de placements, à savoir les titres à taux fixe et les actions, pour les années allant de 1997 à 2004, en indiquant le détail des gains au titre des plus-values, intérêts perçus, dividendes, prêts de titres et commissions partagées. À l'image des années précédentes, le produit des placements en 2004 résulte principalement des intérêts perçus et, dans une moindre mesure, des plus-values, des dividendes et d'autres revenus.

## VII. TAUX DE RENDEMENT ET COMPARAISON DES PERFORMANCES

### Taux de rendement global

39. En 2004, le taux de rendement global s'est établi à 4,54% (contre 4,90% en 2003), déduction faite des frais de placement et des mouvements de change. Tous les placements, à taux fixe et en actions, ont contribué à ce résultat positif en 2004.

### Performance du portefeuille par rapport aux indices de référence

40. La performance des différents compartiments du portefeuille de placements se mesure par rapport à des indices de référence définis au préalable de façon indépendante, qui représentent le rendement attendu d'une gestion passive des fonds placés dans les secteurs considérés du marché. Les

indices utilisés sont les suivants: customized JP Morgan global government bond index pour les obligations d'État, Lehman Brothers United States aggregate index pour les titres diversifiés à taux fixe, Barclays customized inflation-linked index pour les obligations indexées sur l'inflation, Standard & Poor's 500 index pour les actions nord-américaines, et Morgan Stanley capital international (MSCI) index pour les actions européennes.

41. Le tableau 6 compare le rendement de chacun des principaux compartiments du portefeuille avec les indices de référence correspondants. En 2004, le rendement global du portefeuille a été supérieur de 12 points de base à la performance de référence (contre 55 points de base de plus en 2003). Tous les placements, mais surtout les actions, ont contribué à ce résultat positif.

**Tableau 6: Performance par rapport aux indices de référence – 2004**  
(pourcentage en monnaie locale)

Portefeuille	Taux de rendement (%)		Écart positif/(négatif)
	Portefeuille	Indice de référence	
Gestion interne	2,12	2,12	0,00
Obligations d'État	3,56	3,53	0,03
Titres diversifiés à taux fixe	4,86	4,02	0,84
Obligations indexées sur l'inflation	6,17	6,80	(0,63)
<b>Total portefeuille à taux fixe</b>	<b>4,15</b>	<b>4,08</b>	<b>0,07</b>
Actions nord-américaines	9,80	9,00	0,80
Actions européennes	9,78	9,43	0,35
<b>Total portefeuille d'actions</b>	<b>9,76</b>	<b>9,16</b>	<b>0,60</b>
<b>Taux de rendement brut de l'ensemble du portefeuille</b>	<b>4,74</b>	<b>4,62</b>	<b>0,12</b>
<b>Frais à déduire</b>	<b>(0,20)</b>	<b>(0,20)</b>	<b>0,00</b>
<b>Taux de rendement net de l'ensemble du portefeuille</b>	<b>4,54</b>	<b>4,42</b>	<b>0,12</b>

42. Comme l'indique le tableau 6, le rendement global du portefeuille de titres à taux fixe a été de 4,15% en 2004, soit 7 points de base de mieux que le taux de référence. Les différents compartiments du portefeuille des titres à taux fixe sous mandat de gestion se sont comportés comme suit:

- **Obligations d'État.** Ce portefeuille a dégagé un rendement de 3,56%, dépassant ainsi légèrement, de 3 points de base, son indice de référence. Ce résultat s'explique par la tactique des gestionnaires qui ont décidé de sous-pondérer le Japon et les États-Unis, de surpondérer l'Europe, et de rester neutres sur le Royaume-Uni, décision qui leur a permis de se protéger contre la hausse des rendements aux États-Unis et de tirer parti du redressement du marché obligataire en Europe. La sous-pondération des obligations japonaises a par ailleurs évité que la mauvaise performance de ces titres par rapport au rendement global de référence ne se répercute sur le portefeuille. La durée du portefeuille des obligations d'État ainsi que celle des titres diversifiés à taux fixe et des obligations indexées sur l'inflation, comparées à leur valeur de référence, sont présentées au tableau 7.

Tableau 7: Duration des titres à taux fixe et duration de référence

	31 décembre 2004 (en années)		31 décembre 2003 (en années)	
	Portefeuille	Référence	Portefeuille	Référence
Obligations d'État	2,8	2,9	2,7	2,9
Titres diversifiés à taux fixe	4,3	3,9	4,0	4,0
Obligations indexées sur l'inflation	4,3	5,6	6,9	7,2

- **Titres diversifiés à taux fixe.** Ce portefeuille a dégagé un rendement de 4,86%, soit un écart positif de 84 points de base par rapport au taux de référence. La sélection des titres et, dans une moindre mesure, la répartition des actifs expliquent ce résultat positif. Le choix des obligations d'État (qui a privilégié en particulier les émissions à taux fixe de pays autres que les États-Unis) a donné les meilleurs résultats, les valeurs hypothécaires et les titres garantis par des actifs ayant au contraire pénalisé le rendement du portefeuille.
- **Obligations indexées sur l'inflation.** Ce portefeuille a dégagé un rendement de 6,17% qui représente un écart négatif de 63 points de base par rapport à l'indice de référence. Ce mauvais résultat s'explique pour l'essentiel par l'incidence négative de la répartition des actifs, qui a compensé la contribution positive découlant du choix des actifs tout au long de l'année. À cet égard, les principaux facteurs négatifs ont été la surpondération du marché japonais et la sous-pondération des valeurs européennes et du Royaume-Uni.

43. Comme l'indique également le tableau 6, le rendement de l'ensemble du portefeuille d'actions a atteint 9,76% en 2004, ce qui représente un écart positif de 60 points de base par rapport à l'indice de référence correspondant. Les deux compartiments de ce portefeuille ont dégagé les résultats suivants:

- **Actions nord-américaines.** Ce portefeuille a dégagé un rendement de 9,80%, soit 80 points de base de plus que l'indice de référence. Le choix des valeurs et leur répartition entre les différents secteurs, en particulier la surpondération ou le maintien d'une position neutre sur les services publics et l'énergie, ont tous deux contribué à ce résultat positif. Les secteurs de la santé et des biens de consommation cycliques ont en revanche affiché une contribution légèrement négative.
- **Actions européennes.** Ce portefeuille a dégagé un rendement de 9,78%, ce qui représente un écart positif de 35 points de base par rapport à l'indice de référence. Le choix des valeurs et, dans une moindre mesure, leur répartition sectorielle ont donné des résultats positifs. Les secteurs les plus performants ont été ceux des biens de consommation durables et des télécommunications, tandis que les biens de consommation cycliques ont dégagé un rendement inférieur au niveau de référence.

### Performance du portefeuille par rapport à celle de divers groupes de gestionnaires

44. Le tableau 8 compare les performances des placements du FIDA sous mandat de gestion en 2004 et celles de divers groupes de gestionnaires fournies par le dépositaire mondial du FIDA. Contrairement au reste du rapport, dans lequel les rendements sont exprimés en monnaie locale, les chiffres sont indiqués ici en dollars des États-Unis et comprennent donc des gains et des pertes de change. En outre, la comparaison a un caractère purement indicatif dans la mesure où tous les portefeuilles obéissent à des critères spécifiques qui ne sont pas nécessairement ceux du FIDA.

**Tableau 8: Performance du portefeuille par rapport à divers groupes de gestionnaires – 2004**

Type de placements	Nombre de gestionnaires dans le groupe	Taux de rendement (%) en USD <sup>a</sup>				Écart positif/(néгатif) par rapport à l'indice de référence
		Performance médiane du groupe	Portefeuille de placements du FIDA	Indice de référence du FIDA	Écart positif/(néгатif) par rapport au groupe	
Obligations d'État <sup>b</sup>	31	10,9	9,1	9,2	(1,9)	(0,1)
Titres diversifiés à taux fixe <sup>c</sup>	217	4,5	4,8	4,0	0,3	0,8
Obligations indexées sur l'inflation <sup>d</sup>	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Actions nord-américaines <sup>e</sup>	181	10,6	9,5	9,0	(1,1)	0,5
Actions européenne <sup>f</sup>	56	20,3	18,2	17,8	(2,1)	0,4

<sup>a</sup> Les écarts de rendement constatés entre ce tableau et les autres tableaux du rapport, en ce qui concerne le portefeuille de placements du FIDA et ses indices de référence, résultent des mouvements de change.

<sup>b</sup> Le groupe servant de point de comparaison pour la performance des obligations d'État est le Russel global fixed unhedged universe, qui comprend 31 comptes distincts, fonds amalgamés et fonds mutuels gérés pour le compte d'investisseurs orientés vers le dollar des États-Unis. Les portefeuilles du groupe sont gérés par rapport à un indice global non couvert libellé en dollars des États-Unis et ne comportent aucune restriction importante en termes de devises ou de places.

<sup>c</sup> Le groupe servant de point de comparaison pour la performance des titres diversifiés à taux fixe est le Northern Trust core fixed-income manager universe, qui comprend 217 gestionnaires investissant principalement dans des valeurs des États-Unis à taux fixe de très bonne qualité (investment grade).

<sup>d</sup> Aucune comparaison avec des groupes de gestionnaires n'est actuellement réalisable pour les obligations indexées sur l'inflation.

<sup>e</sup> Le groupe servant de point de comparaison pour les performances des actions nord-américaines est le Northern Trust large cap core equity universe, qui comprend 181 gestionnaires.

<sup>f</sup> Le groupe servant de point de comparaison pour les performances des actions européennes est le Russell european equity manager universe, qui comprend 56 gestionnaires.

45. Comme l'indique le tableau 8, en 2004, les obligations d'État ont réalisé une moindre performance que celle du groupe de gestionnaires considéré et ont également fait moins bien, quoique dans une moindre mesure, que l'indice de référence (en 2003, le portefeuille des obligations d'État avait fait mieux que l'indice de référence et légèrement moins bien que le groupe de gestionnaires). Au contraire, les titres diversifiés à taux fixe ont enregistré en 2004 un écart positif par rapport aussi bien au groupe de gestionnaires qu'à l'indice de référence (en 2003, ils avaient fait moins bien que le groupe de gestionnaires, mais mieux que l'indice de référence). En ce qui concerne les actions, les compartiments Amérique du Nord et Europe n'ont pas réussi à égaler les performances des groupes de gestionnaires pris pour comparaison, mais ils ont dégagé un meilleur rendement que les indices de référence (en 2003, les actions nord-américaines avaient fait mieux dans les deux cas, tandis que les actions européennes avaient fait moins bien).

### VIII. COMPOSITION DU PORTEFEUILLE

#### Composition du portefeuille par instrument

46. Le tableau 9 présente une analyse des deux grandes catégories de placements, à savoir les titres à taux fixe et les actions, par type d'instruments. La ventilation détaillée du portefeuille de titres à taux fixe et de ses quatre compartiments figure à l'annexe IX.

**Tableau 9: Analyse du portefeuille par type d'instruments au 31 décembre 2004**  
(équivalent en milliers de USD)

	Portefeuille de titres à taux fixe	Portefeuille d'actions	Ensemble du portefeuille	Ensemble du portefeuille au 31 décembre 2004
Liquidités <sup>a</sup>	146 695	4 465	151 160	244 012
Dépôts à terme et autres obligations des banques <sup>b</sup>	207 111	-	207 111	233 244
Obligations d'État	1 694 347	-	1 694 347	1 453 997
Titres adossés à des créances hypothécaires	258 892	-	258 892	256 426
Titres adossés à des actifs	96 436		96 436	88 510
Obligations de sociétés	37 933	-	37 933	22 061
Actions	-	278 475	278 475	253 306
Plus-values/(moins-values) latentes sur contrats à terme	(854)	(44)	(898)	191
Opérations à terme	(1 224)	-	(1 224)	3 936
Options	(59)	-	(59)	(350)
<b>Sous-total liquidités et placements</b>	<b>2 439 277</b>	<b>282 896</b>	<b>2 722 173</b>	<b>2 555 333</b>
À recevoir sur vente de titres	39 506	670	40 176	31 433
À verser sur achat de titres	(201 952)	(422)	(202 374)	(229 845)
<b>Total</b>	<b>2 276 831</b>	<b>283 144</b>	<b>2 559 975</b>	<b>2 356 921</b>

<sup>a</sup> Y compris les liquidités en monnaies non convertibles, d'un montant équivalent à 332 000 USD (394 000 USD en 2003).

<sup>b</sup> Y compris les dépôts à terme en monnaies non convertibles, d'un montant équivalent à 386 000 USD (400 000 USD en 2003).

#### Composition du portefeuille par monnaie

47. La majorité des engagements du FIDA étant exprimés en droits de tirage spéciaux, la composition des actifs du Fonds doit être telle qu'aux engagements de prêts et de dons non décaissés libellés en DTS correspondent, dans la mesure du possible, des avoirs libellés dans les monnaies qui servent au calcul du DTS, avec les mêmes pondérations. De même, la Réserve générale et les engagements au titre de dons libellés en dollars des États-Unis sont couverts par des actifs libellés dans cette même monnaie.

48. Le Conseil d'administration du Fonds monétaire international réexamine la composition du panier du DTS tous les cinq ans pour déterminer quelles monnaies doivent en faire partie et quel coefficient de pondération devra être appliqué à chacune d'elles à la date de la réévaluation.

49. Le 29 décembre 2000, de nouvelles unités ont été assignées à chacune des quatre monnaies composant le panier, de sorte que la valeur du DTS corresponde exactement à 1,30291 USD, aussi

bien avec les anciennes unités qu'avec les nouvelles, lesquelles sont entrées en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2001. Le tableau 10 indique les unités et les coefficients de pondération applicables au 1<sup>er</sup> janvier 2001 et au 31 décembre 2004.

**Tableau 10: Unités de monnaie et coefficients de pondération applicables au panier du DTS**

Monnaie	1 <sup>er</sup> janvier 2001		31 décembre 2004	
	Unités	Coefficient de pondération	Unités	Coefficient de pondération
USD	0,577	44,3	0,577	37,2
EUR	0,426	30,4	0,426	37,4
JPY	21,00	14,0	21,000	13,2
GBP	0,0984	11,3	0,0984	12,2
<b>Total</b>		<b>100,0</b>		<b>100,0</b>

USD: dollar des États-Unis  
 EUR: euro  
 JPY: yen japonais  
 GBP: livre sterling anglaise

50. Comme il est indiqué au tableau 11, au 31 décembre 2004, les avoirs détenus sous forme d'espèces, de placements, de billets à ordre et de montants à recevoir au titre des contributions aux quatrième, cinquième et sixième reconstitutions représentaient l'équivalent de 3 085 939 000 USD (contre l'équivalent de 2 817 778 000 USD au 31 décembre 2003).

**Tableau 11: Répartition des avoirs par monnaie au 31 décembre 2004**  
(équivalent en milliers de USD)

Monnaie	Encaisses et placements <sup>a</sup>	Billets à ordre <sup>a</sup>	Sommes à recevoir des États membres au titre des contributions	Total
USD	1 054 629	80 855	76 283	1 211 767
EUR	733 720	122 429	35 247	891 396
JPY	387 379	8 920	17 839	414 138
GBP	320 708	6 333	63 622	390 663
Autre	62 821	49 716	65 438	177 975
<b>Total</b>	<b>2 559 257</b>	<b>268 253</b>	<b>258 429</b>	<b>3 085 939</b>

<sup>a</sup> Actifs libellés en monnaies librement convertibles. Les actifs libellés en monnaies non convertibles, exclus du total, se montaient à l'équivalent de 718 000 USD pour les encaisses et placements et de 1 399 000 USD pour les billets à ordre.

51. Au 31 décembre 2004, les avoirs libellés dans les monnaies ne faisant pas partie du panier du DTS s'élevaient à l'équivalent de 177 975 000 USD (contre l'équivalent de 255 486 000 USD au 31 décembre 2003). Le tableau 12 présente le détail de ces avoirs par groupe de monnaie.

**Tableau 12: Répartition des avoirs entre les différentes monnaies au 31 décembre 2004**  
(équivalent en milliers de USD)

Monnaie	Monnaies entrant dans la composition du DTS	Monnaies européennes n'entrant pas dans la composition du DTS	Autres monnaies n'entrant pas dans la composition du DTS	Total par groupe de monnaies
USD	1 211 767	–	48 211	1 259 978
EUR	891 396	129 764	–	1 021 160
JPY	414 138	–	–	414 138
GBP	390 663	–	–	390 663
<b>Total</b>	<b>2 907 964</b>	<b>129 764</b>	<b>48 211</b>	<b>3 085 939</b>

52. Le tableau 13 compare la composition des avoirs par monnaie et la composition du panier du DTS au 31 décembre 2004. À cette date, le solde de la Réserve générale et les engagements au titre des dons libellés en dollars des États-Unis se chiffraient respectivement à 95 000 000 USD et 69 149 000 USD.

**Tableau 13: Correspondance entre la composition des avoirs par monnaie et la composition par monnaie du panier du DTS au 31 décembre 2004**  
(équivalent en milliers de USD)

Monnaie	Montant des avoirs	Moins: engagements libellés en USD	Montant net des avoirs	Avoirs nets en % au 31 décembre 2004	Coefficients de pondération dans le panier du DTS, en %, au 31 décembre 2004
USD	1 259 978	(164 149)	1 095 829	37.5	37.2
EUR	1 021 160	–	1 021 160	34.9	37.4
JPY	414 138	–	414 138	14.2	13.2
GBP	390 663	–	390 663	13.4	12.2
<b>Total</b>	<b>3 085 939</b>	<b>(164 149)</b>	<b>2 921 790</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

53. Au 31 décembre 2004, les avoirs libellés en euros présentaient un déficit qui était compensé par les excédents constatés sur le yen, la livre sterling et, dans une moindre mesure, le dollar des États-Unis. Le déficit des avoirs en euros s'explique en partie par les transactions de change qui ont eu lieu vers la fin de l'année aux fins du décaissement de prêts et de dons. Un réajustement devrait être opéré au premier trimestre de 2005, compte tenu de la mise en place du portefeuille de titres détenus jusqu'à échéance qui interviendra au même moment.

## Échéance des placements

54. Le tableau 14 présente l'ensemble des placements ventilés par échéance au 31 décembre 2004 par rapport au 31 décembre 2003. Au 31 décembre 2004, la durée résiduelle de l'ensemble des placements était en moyenne de sept ans (contre sept ans et onze mois au 31 décembre 2003). La réduction que cela représente par rapport à l'exercice précédent est imputable au portefeuille des obligations indexées sur l'inflation, dont le FIDA a décidé de raccourcir la durée en juin 2004 afin de réduire les risques de perte en cas de hausse des taux d'intérêt.

**Tableau 14: Composition du portefeuille de placements par échéance résiduelle**

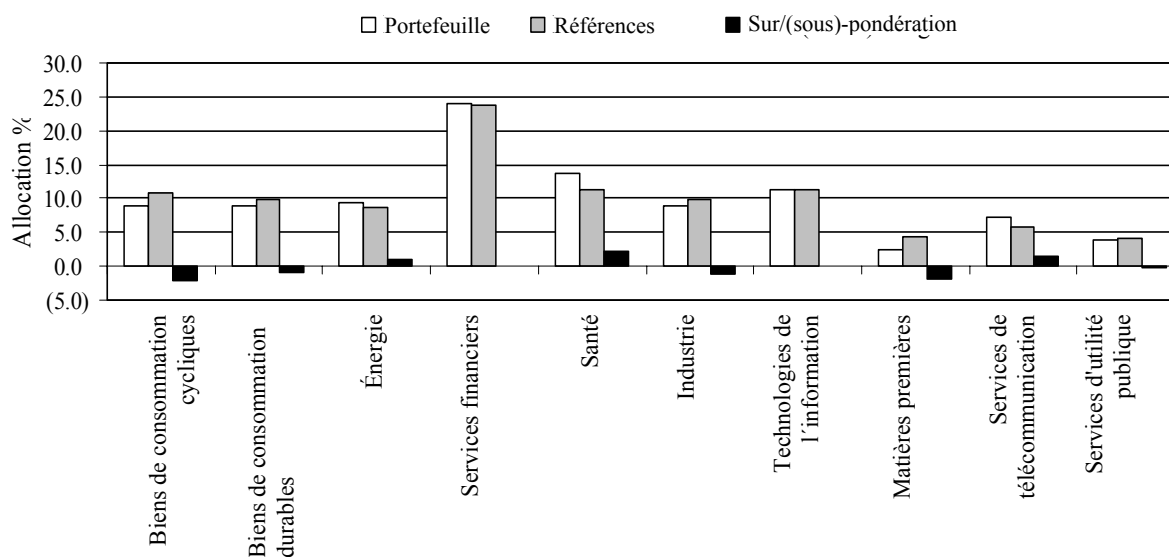
Période	31 décembre 2004		31 décembre 2003	
	Montant (équivalent en milliers de USD)	%	Montant (équivalent en milliers de USD)	%
Moins d'un an	446 029	17,4	398 593	17,0
De un à cinq ans	1 200 969	46,9	1 032 801	43,8
De cinq à dix ans	230 875	9,0	268 688	11,4
Plus de dix ans	403 947	15,8	403 840	17,1
Sans échéance fixe <sup>a</sup>	278 155	10,9	252 999	10,7
<b>Total</b>	<b>2 559 975</b>	<b>100,0</b>	<b>2 356 921</b>	<b>100,0</b>

<sup>a</sup> Actions, non compris un montant de 319 000 USD correspondant aux dividendes à recevoir. Le montant total des avoirs en actions, y compris les dividendes à recevoir, est indiqué dans le tableau 9.

## Répartition sectorielle du portefeuille d'actions

55. La figure 1 illustre la répartition par secteur d'activité de l'ensemble du portefeuille d'actions au 31 décembre 2004, en la comparant à celle de l'indice de référence global. Les secteurs sont ceux de la classification employée par les deux indices de référence du portefeuille, à savoir Standard & Poor's 500 pour les actions nord-américaines et MSCI pour les actions européennes.

**Figure 1: Répartition sectorielle de l'ensemble du portefeuille d'actions au 31 décembre 2004**





56. Comme il ressort de la figure 1, les trois principaux secteurs du portefeuille d'actions et de son indice global de référence sont les services financiers, la santé et les technologies de l'information, qui représentent ensemble la moitié environ des actifs. Les autres grands secteurs de placement sont les biens de consommation cycliques, les biens de consommation durables, l'énergie et l'industrie. Au 31 décembre 2004, le portefeuille d'actions ne faisait globalement apparaître aucune surpondération ou sous-pondération significative par rapport à l'indice de référence, l'écart le plus important, avec une surpondération de 2,2%, concernant le secteur de la santé.

57. Le tableau 15 présente la répartition sectorielle des deux compartiments du portefeuille, à savoir les actions nord-américaines et les actions européennes, en les comparant à celles de leurs indices de référence respectifs.

**Tableau 15: Répartition sectorielle du portefeuille d'actions par compartiment  
au 31 décembre 2004  
(en pourcentage)**

Secteur	Actions nord-américaines			Actions européennes			Ensemble du portefeuille d'actions		
	Portefeuille	Référence	Sur/(sous)- pondération	Portefeuille	Référence	Sur/(sous)- pondération	Portefeuille	Référence	Sur/(sous)- pondération
Biens de consommation cycliques	9,5	11,5	(1,9)	7,8	10,0	(2,1)	8,8	10,9	(2,1)
Biens de consommation durables	8,8	10,6	(1,7)	9,4	9,0	0,4	9,0	9,9	(0,9)
Énergie	6,6	7,1	(0,4)	13,6	11,0	2,7	9,5	8,6	0,9
Services financiers	20,5	20,8	(0,3)	28,8	28,1	0,7	23,9	23,8	0,1
Santé	14,4	12,8	1,6	12,6	9,4	3,2	13,6	11,4	2,2
Industrie	9,8	11,6	(1,7)	7,4	7,5	(0,2)	8,8	9,9	(1,1)
Technologies de l'information	17,0	16,1	0,8	2,7	4,1	(1,3)	11,2	11,2	0,0
Matières premières	3,0	3,2	(0,1)	1,6	6,2	(4,6)	2,5	4,4	(1,9)
Services de télécommunication	4,4	3,3	1,1	11,5	9,5	2,1	7,3	5,8	1,5
Services d'utilité publique	3,8	3,2	0,6	3,8	5,4	(1,6)	3,8	4,1	(0,3)
Liquidités	2,1	0,0	2,1	0,8	0,0	0,8	1,6	0,0	1,6
<b>Total</b>	100,0	100,0	0,0	0,8	0,0	0,8	1,6	0,0	1,6

58. Au 31 décembre 2004, la répartition sectorielle du portefeuille d'actions nord américaines était pratiquement neutre dans de nombreux secteurs. Les principales surpondérations concernaient la santé (+1,6%) et les services de télécommunication (+1,1%), et elles étaient compensées par la sous-pondération des biens de consommation cycliques (-1,9%), des biens de consommation durables (-1,7%) et de l'industrie (-1,7%).

59. La répartition sectorielle des actions européennes s'écartait un peu plus des valeurs de référence au quatrième trimestre de 2004. Les principaux secteurs surpondérés étaient la santé (+3,2%), l'énergie (+2,7%) et les services de télécommunication (+2,1%), mais leur effet était compensé par la sous-pondération des matières premières (-4,6%), des biens de consommation cycliques (-2,1%) et des services d'utilité publique (-1,6%).

### Diversification géographique

60. Le tableau 16 présente la répartition du portefeuille de placements par pays en développement, pays développés et institutions de développement pour chaque type d'instruments. Cette répartition est restée globalement inchangée par rapport à la fin de 2003. En raison de la note minimale prescrite en 2002 pour les placements à taux fixe, à savoir AA-, la part des pays en développement dans le total des placements est restée faible en 2004. En revanche, la part des émissions à taux fixe des pays développés a légèrement augmenté suite à l'acquisition de nouvelles obligations indexées sur l'inflation qui ont été financées en partie par la liquidation de dépôts à terme préalablement détenus dans des pays en développement. La part des titres à taux fixe émis par des institutions de développement s'est également quelque peu accrue par rapport à son niveau de clôture de 2003.

**Tableau 16: Diversification géographique du portefeuille de placements**  
(équivalent en milliers de USD)

31 décembre 2004							
	Liquidités	Dépôts à terme	Titres à taux fixe	Actions <sup>a</sup>	Autres actifs	Total	%
Amérique latine et Caraïbes		-	-	-	-	-	-
Afrique du Nord et Proche-Orient	-	25 453	-	-	-	25 453	1.0
Afrique subsaharienne		-	-	-	-	-	-
Asie de l'Est et du Sud	332	386	-	-	-	718	0.0
<b>Sous-total pays en développement</b>	<b>332</b>	<b>25 839</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>26 171</b>	<b>1.0</b>
Pays développés	150 828	181 272	1 967 395	278 475	(164 379)	2 413 591	94.3
Institutions internationales de développement	-	-	120 213	-	-	120 213	4.7
<b>Total</b>	<b>151 160</b>	<b>207 111</b>	<b>2 087 608</b>	<b>278 475</b>	<b>(164 379)</b>	<b>2 559 975</b>	<b>100.0</b>
31 décembre 2003							
	Liquidités	Dépôts à terme	Titres à taux fixe	Actions <sup>a</sup>	Autres actifs	Total	%
Pays en développement	394	48 342	-	-	-	48 736	2.1
Pays développés	243 618	184 902	1 712 794	253 306	(194 635)	2 199 985	93.3
Institutions internationales de développement	-	-	108 200	-	-	108 200	4.6
<b>Total</b>	<b>244 012</b>	<b>233 244</b>	<b>1 820 994</b>	<b>253 306</b>	<b>(194 635)</b>	<b>2 356 921</b>	<b>100.0</b>

<sup>a</sup> Les actions sont regroupées sous la région/le pays de la place où elles sont cotées et achetées.

### IX. MESURE DES RISQUES

61. Le rendement du portefeuille de placements varie en fonction de la conjoncture économique et boursière. Dans le passé, les différentes catégories d'actifs se sont révélées plus ou moins volatiles. Cette volatilité, souvent appelée «risque», est mesurée par l'écart type des rendements du portefeuille par rapport à leur valeur moyenne. Au 31 décembre 2004, cet écart type était de 1,8% pour le portefeuille effectif du FIDA et de 2,0% pour le portefeuille théorique correspondant à la politique de placement (les chiffres correspondants étaient respectivement de 2,1% et 2,4% au 31 décembre 2003).

62. La valeur exposée (VE) est la mesure du risque qu'utilise le FIDA pour estimer, avec un seuil de confiance de 95%, le montant maximum de la perte que pourrait subir le portefeuille à un horizon

de trois mois. Le tableau 17 indique la VE effective et celle qui correspond à la politique de placement. Au 31 décembre 2004, ces deux valeurs étaient légèrement plus faibles qu'un an auparavant, ce qui traduit dans les deux cas une légère atténuation du risque. Cette amélioration s'explique pour l'essentiel par la décision de raccourcir la durée du portefeuille d'obligations indexées sur l'inflation, ce qui a réduit les risques de perte en cas de hausse des taux d'intérêt, et par une légère diminution de la volatilité constatée récemment sur les marchés financiers.

**Tableau 17: Valeur exposée**  
(horizon de prévision: trois mois – seuil de confiance: 95%)

Date	Portefeuille		Politique de placement	
	VE %	Montant (milliers de USD)	VE en %	Montant (milliers de USD)
31 décembre 2004	1.5	38 400	1.7	43 500
30 septembre 2004	1.5	36 900	1.7	40 700
30 juin 2004	1.8	41 600	1.9	43 900
31 mars 2004	1.7	40 400	2.0	48 200
31 décembre 2003	1.7	40 800	2.0	46 700
30 septembre 2003	1.7	39 000	2.0	46 200
30 juin 2003 <sup>a</sup>	2.1	46 100	2.3	51 500
31 mars 2003	1.7	36 200	2.4	50 800
31 décembre 2002 <sup>b</sup>	1.8	38 100	2.4	50 300
30 septembre 2002 <sup>b</sup>	2.1	42 500	2.4	49 100
30 juin 2002 <sup>b</sup>	2.5	49 000	2.4	46 800
31 mars 2002 <sup>b</sup>	2.9	54 700	2.4	45 700
31 décembre 2001	5.5	105 100	6.2	119 100

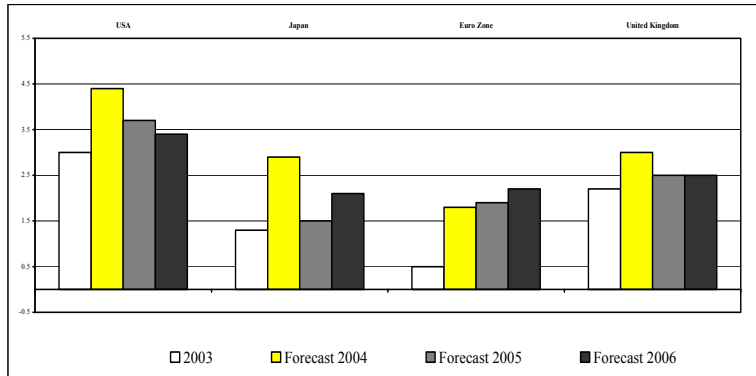
<sup>a</sup> Le transfert des actifs du FIDA au nouveau dépositaire mondial a eu lieu le 1<sup>er</sup> avril 2003. Les variations de la VE entre le 31 mars 2003 et le 30 juin 2003 reflètent donc les différentes méthodes employées par l'ancien et le nouveau dépositaire pour la mesure des risques.

<sup>b</sup> La politique de placement actuellement en vigueur a été appliquée en 2002 à l'ensemble du portefeuille à l'exception du compartiment des obligations indexées sur l'inflation. Les variations de la VE du portefeuille effectif en 2002 reflètent la mise en œuvre progressive de cette politique. Les pourcentages de VE qui figurent dans la colonne Politique de placement correspondent à la politique actuelle depuis le 31 mars 2002.

63. Comme l'indique également le tableau 17, au 31 décembre 2004, la VE du portefeuille de placements était encore inférieure à celle correspondant à la politique de placement, ce qui signifie que le risque effectif était plus faible que le risque théorique. Cet écart s'explique en partie par le fait que la part des liquidités était légèrement supérieure à celle préconisée. En outre, tous les actifs sous mandat de gestion, à savoir les obligations d'État, les titres diversifiés à taux fixe, les obligations indexées sur l'inflation et les actions, affichaient une VE inférieure ou pratiquement identique à celle préconisée, ce qui laisse à penser que les gestionnaires extérieurs prenaient en fait moins de risques ou à peu près autant que n'en comportaient leurs indices de référence respectifs.

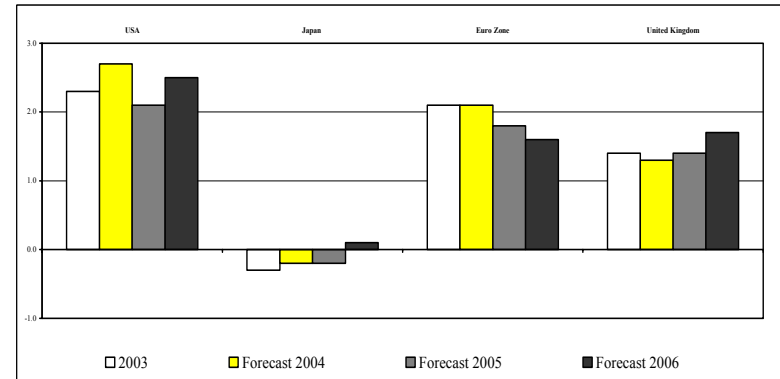
## KEY ECONOMIC INDICATORS

**Figure 1: Percent Change in Real GDP**



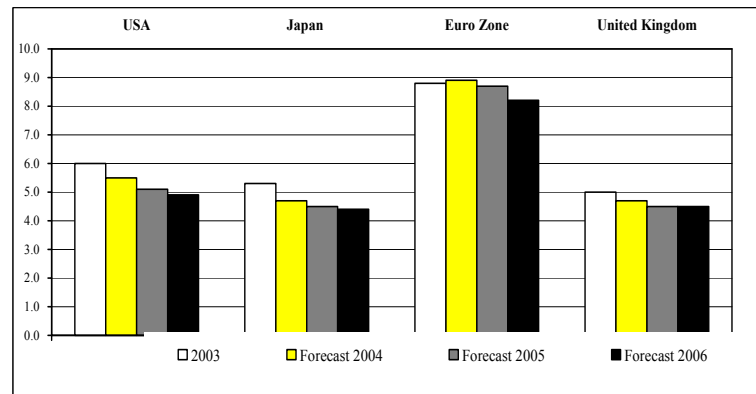
Source: J.P. Morgan ("MorganMarkets" at 15 December 2004)

**Figure 2: Consumer Prices - Annulized Rates**



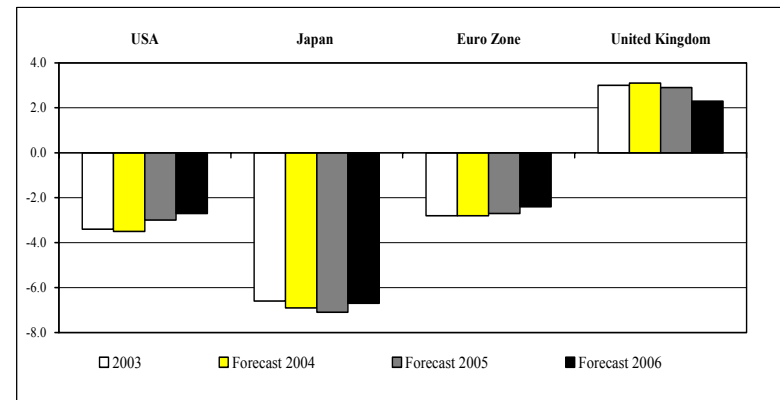
Source: J.P. Morgan ("MorganMarkets" at 15 December 2004)

**Figure 3: Unemployment Rate - Annual Average**



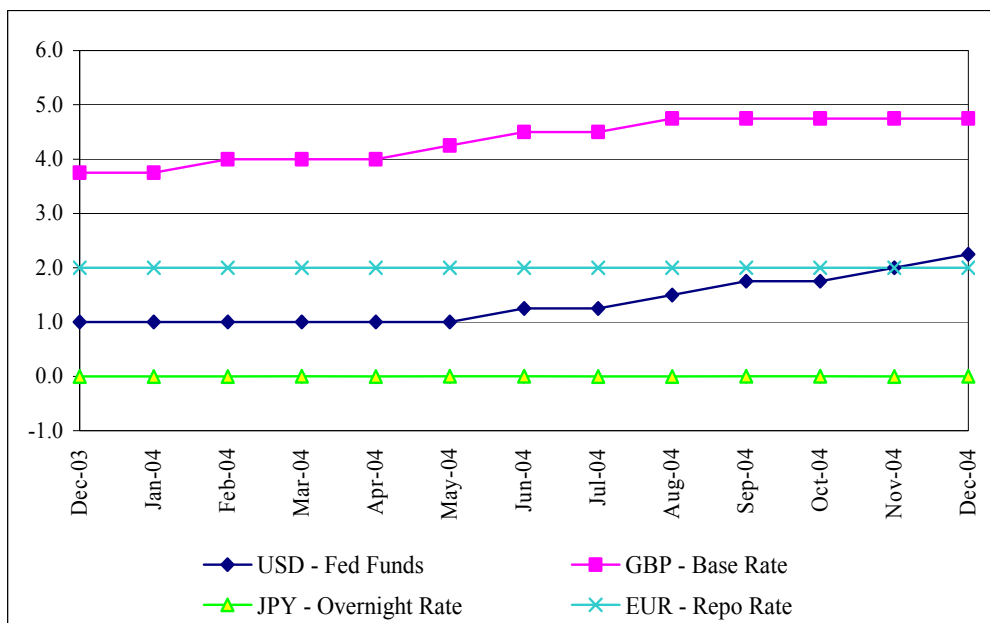
Source: J.P. Morgan ("MorganMarkets" at 15 December 2004)

**Figure 4: Budget Deficits and Surpluses as Percent of GDP**



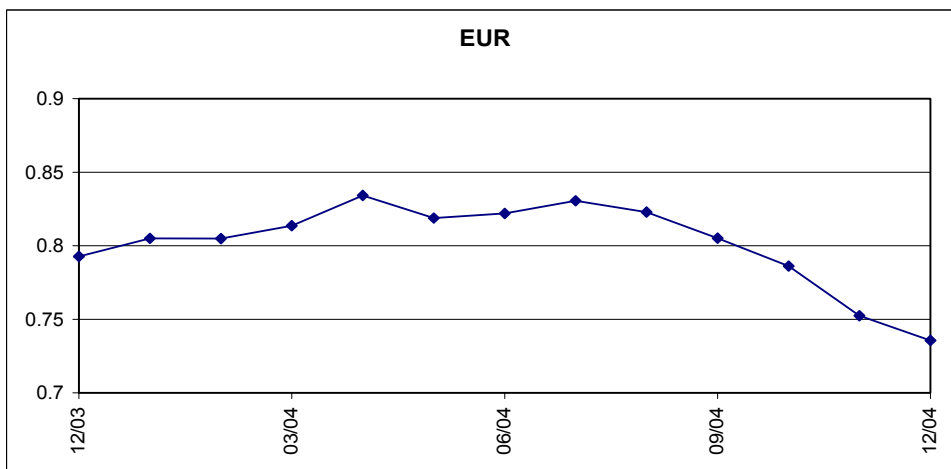
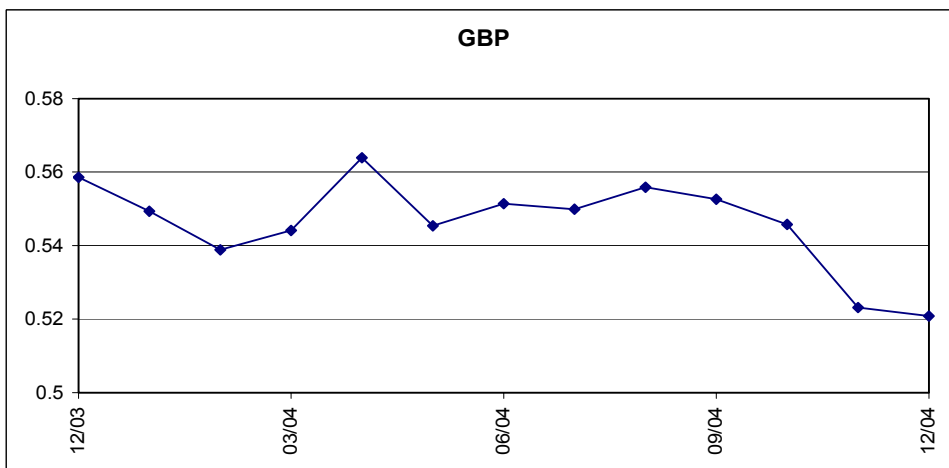
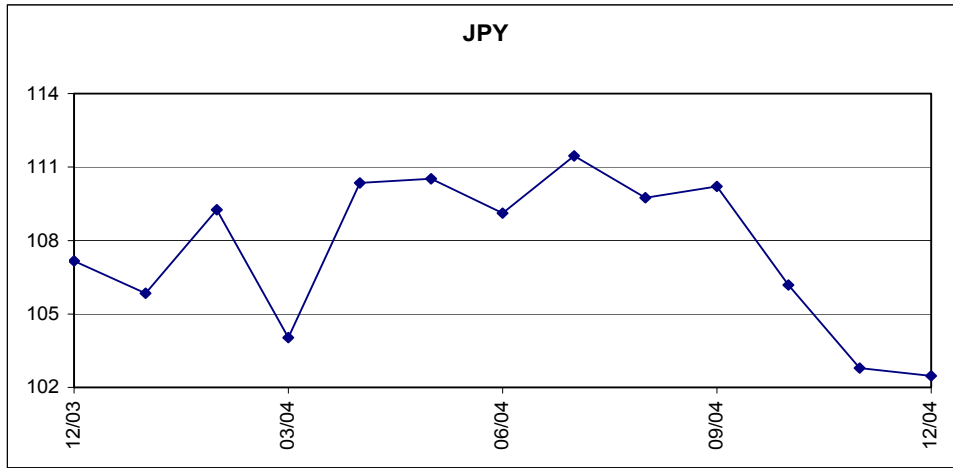
Source: J.P. Morgan ("World Financial Markets" at 15 December 2004)

**CENTRAL BANK INTEREST RATES**



Source: Bloomberg

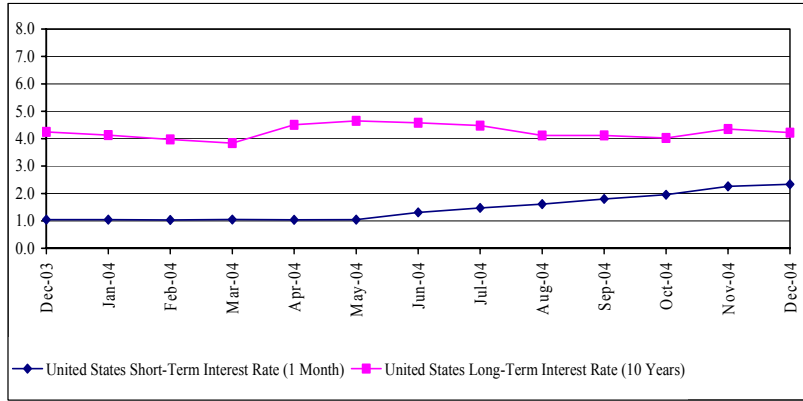
VALUE OF THE UNITED STATES DOLLAR AT MONTH-END EXCHANGE RATES



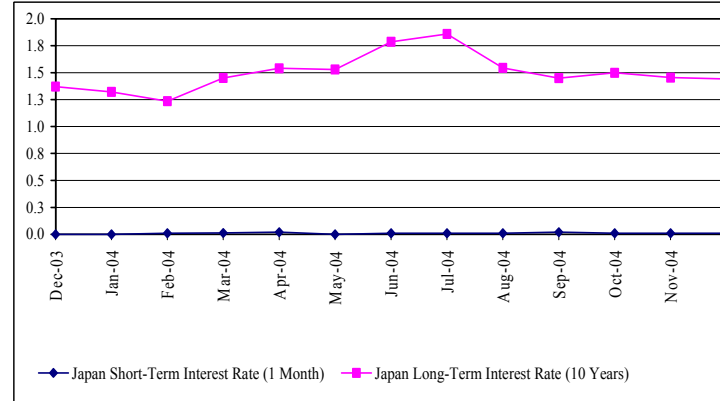
Source: Northern Trust

### SHORT- AND LONG-TERM INTEREST RATES

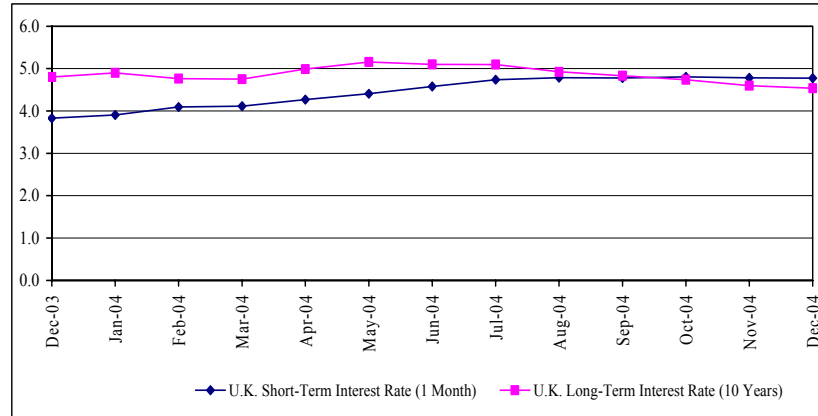
#### United States



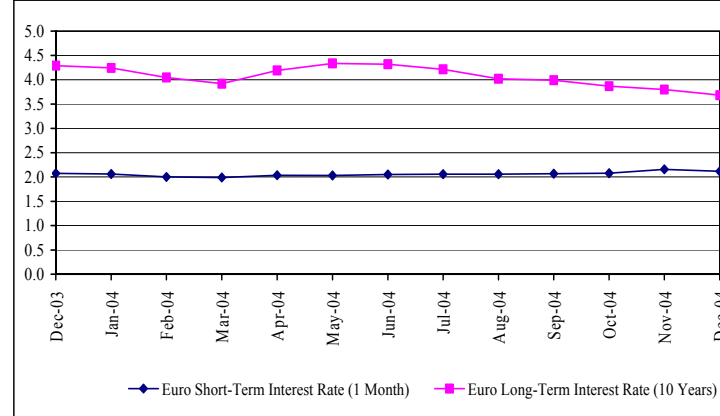
#### Japan



#### United Kingdom



#### Euro Zone



Source: Bloomberg

**GOVERNMENT BOND RETURNS PER COUNTRY INCLUDED  
IN THE CUSTOMIZED JP MORGAN GLOBAL GOVERNMENT BOND INDEX<sup>1</sup>**  
(percentage in local currency terms)

Country	Fourth Quarter 2004	Third Quarter 2004	Second Quarter 2004	First Quarter 2004	Year 2004	Year 2003
Australia	1.32	1.34	0.55	2.19	5.50	3.08
Belgium	1.43	1.61	(0.60)	2.39	4.90	4.69
Canada	1.99	1.65	(1.51)	2.87	5.03	6.01
Denmark	0.75	1.81	(0.60)	-	1.96	4.55
France	1.39	1.66	(0.68)	2.40	4.83	4.15
Germany	1.34	1.68	(0.70)	2.44	4.82	4.22
Italia	1.38	1.71	(0.69)	2.36	4.81	4.33
Japan	0.24	0.48	(0.08)	0.10	0.75	(0.99)
Netherlands	n/a <sup>3</sup>	1.60	(0.68)	2.32	3.25	4.32
Spain	1.32	1.73	(0.62)	2.17	4.65	4.55
Sweden	2.45	0.96	(0.77)	3.34	6.06	5.04
United Kingdom	1.89	2.15	(0.06)	1.03	5.09	2.46
United States	(0.08)	1.89	(2.35)	2.00	1.40	2.80
Total Return <sup>2)</sup>	0.96	1.68	(0.96)	1.83	3.53	2.88

<sup>1</sup> The index had a customized duration of approximately three years as of 1 October 2003. Index duration was approximately six years in the first nine months to 30 September 2003.

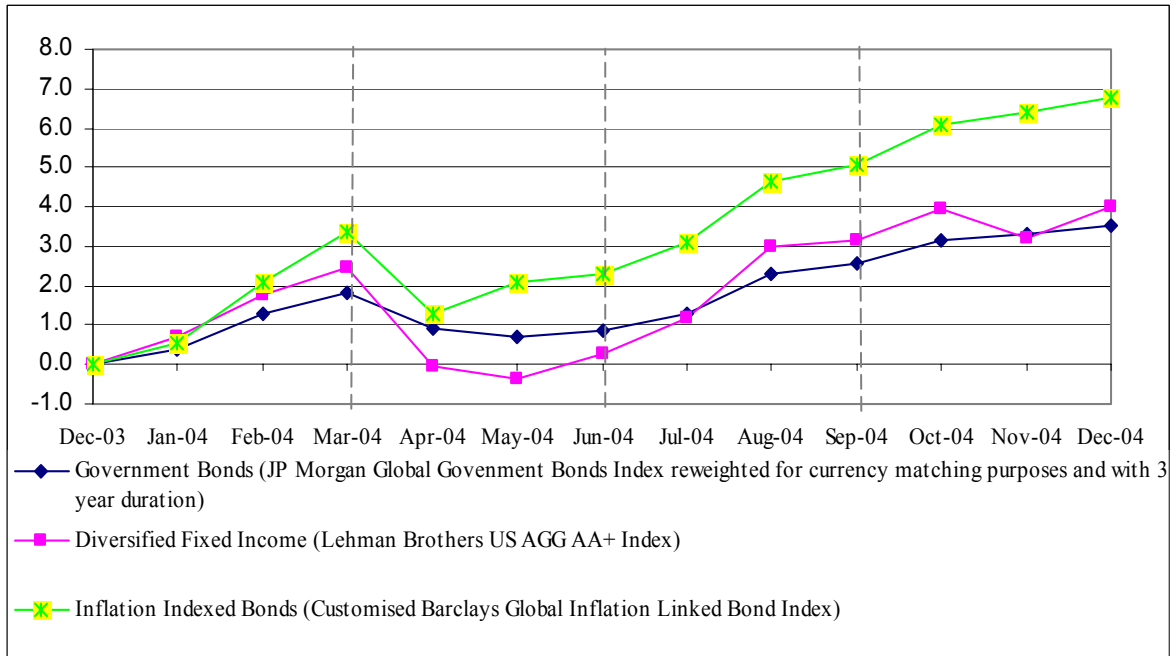
<sup>2</sup> The total return is calculated by applying customized country weights due to IFAD's currency matching needs.

<sup>3</sup> Not included in the customized JP Morgan index in fourth quarter 2004.

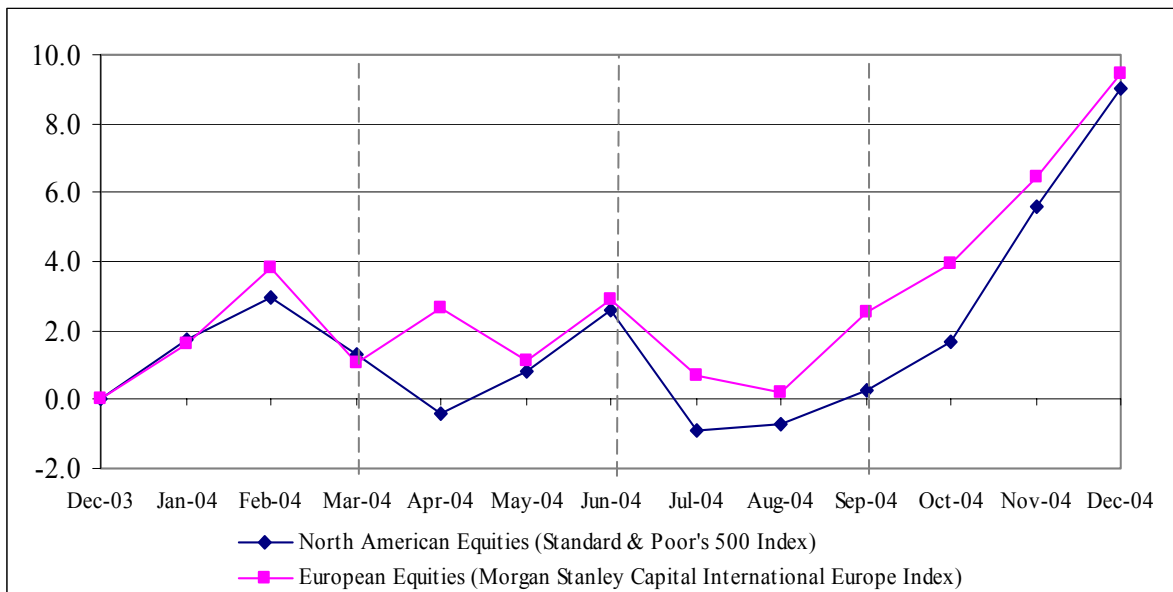


**FIXED-INTEREST AND EQUITY MARKET DEVELOPMENT IN 2004**  
(percentage in local currency terms)

**Fixed-Interest Markets**



**Equities Markets**



**SUMMARY OF MOVEMENTS IN CASH AND INVESTMENTS  
IN THE EQUITIES PORTFOLIO – 2004  
(USD '000 equivalent)**

	North American Equities	European Equities	Total Equities Portfolio
<b>Opening balance (31 December 2003)</b>	<b>156 618</b>	<b>99 468</b>	<b>256 086</b>
Net investment income	13 795	9 991	23 786
Transfers due to allocation <sup>a</sup>	(3 168)	(2 159)	(5 327)
Transfers due to expenses/other income	878	124	1002
Other net flows	-	-	-
Movements on exchange	-	7 597	7 597
<b>Closing balance (31 December 2004)</b>	<b>168 123</b>	<b>115 021</b>	<b>283 144</b>
Actual allocation (%)	59.4	40.6	100.0

<sup>a</sup> Transfers from the equities portfolio reflect the repatriation of dividends to the internally managed portfolio.

ANNEXE VIII

**GROSS INCOME 1997-2004<sup>a</sup>**  
(USD '000 equivalent)

**Overall Portfolio**

	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997
Capital Gains/(Losses)	31 529	38 400	(35 579)	(106 193)	(117 460)	105 133	76 957	41 192
Interest Income	76 768	69 938	61 541	59 241	68 819	90 253	112 668	128 779
Dividends	6 204	4 709	7 652	13 614	11 760	8 684	5 654	94
Securities Lending and Commission Recapture	738	430	436	841	440	539	905	463
<b>Total Gross Income</b>	<b>115 239</b>	<b>113 477</b>	<b>34 050</b>	<b>(32 497)</b>	<b>(36 441)</b>	<b>204 609</b>	<b>196 184</b>	<b>170 528</b>

**Fixed-Interest Portfolio**

	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997
Capital Gains/(Losses)	12 748	(4 476)	55 177	2 136	31 959	(121 637)	104 229	50 315
Interest Income	76 716	69 932	61 241	58 356	67 228	89 333	108 773	128 779
Dividends	-	-	-	-	-	114	-	-
Securities Lending and Commission Recapture	597	303	113	155	326	424	825	463
<b>Total Gross Income</b>	<b>90 061</b>	<b>65 759</b>	<b>116 531</b>	<b>60 647</b>	<b>99 513</b>	<b>(31 766)</b>	<b>213 827</b>	<b>179 557</b>

**Equities Portfolio**

	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997
Capital Gains/(Losses)	18 781	42 876	(90 756)	(108 329)	(149 419)	226 770	(27 272)	(9 123)
Interest Income	52	6	284	885	1 591	920	3 895	-
Dividends	6 204	4 709	7 652	13 614	11 760	8 570	5 654	94
Securities Lending and Commission Recapture	141	127	323	686	114	115	80	-
<b>Total Gross Income</b>	<b>25 178</b>	<b>47 718</b>	<b>(82 497)</b>	<b>(93 144)</b>	<b>(135 954)</b>	<b>236 375</b>	<b>(17 643)</b>	<b>(9 029)</b>

<sup>a</sup> Net investment income earned in prior years 1997 to 2001 reflects the previous investment policy.

**COMPOSITION OF THE FIXED-INTEREST PORTFOLIO  
BY TYPE OF INSTRUMENT AT 31 DECEMBER 2004  
(USD '000 equivalent)**

	<b>Internally Managed Portfolio</b>	<b>Government Bonds Portfolio</b>	<b>Diversified Fixed- Interest Portfolio</b>	<b>Inflation- Indexed Bonds Portfolio</b>	<b>Total Fixed- Interest Portfolio 31.12.2004</b>
Cash <sup>a</sup>	57 436	47 103	22 503	19 653	146 695
Time deposits and other obligations of banks <sup>b</sup>	90 238	8 638	106 461	1 774	207 111
Global government bonds	-	1 088 498	159 706	446 143	1 694 347
Mortgage-backed securities	-	-	258 892	-	258 892
Asset-backed securities	-	-	96 436	-	96 436
Corporate bonds	-	11 748	26 185	-	37 933
Equities	-	-	-	-	-
Unrealized market value gain/(loss) on forward contracts	-	(516)	(1 264)	926	(854)
Futures	-	78	(992)	(310)	(1 224)
Options	-	-	(59)	-	(59)
<b>Subtotal cash and investments</b>	<b>147 674</b>	<b>1 155 549</b>	<b>667 868</b>	<b>468 186</b>	<b>2 439 277</b>
Receivables for investment sold	(153)	-	17 000	22 659	39 506
Payables for investments purchased	-	-	(180 694)	(21 258)	(201 952)
<b>Total</b>	<b>147 521</b>	<b>1 155 549</b>	<b>504 174</b>	<b>469 587</b>	<b>2 276 831</b>

<sup>a</sup> Includes cash in non-convertible currencies amounting to USD 332 000 (2003 – USD 394 000).

<sup>b</sup> Includes time deposits in non-convertible currencies amounting to USD 386 000 (2003 – USD 400 000).

**REPORT ON IFAD'S INVESTMENT PORTFOLIO FOR  
THE FOURTH QUARTER OF 2004**

**I. INTRODUCTION**

1. The following report on IFAD's investment portfolio covers the three-month period ending 31 December 2004 and includes comparative figures for the year to date and earlier years. The report comprises the following four sections: investment policy, asset allocation, investment income, and rate of return and performance comparison.

**II. INVESTMENT POLICY**

2. During the autumn of 2004, the financial impact of the held-to-maturity approach was further analysed. It was decided that an amount of USD 400 million will be allocated to the held-to-maturity portfolio. The portfolio will be managed internally and will be invested in high quality, bonds instruments with a maximum maturity of five years, with USD 20 million maturing and rolled over every quarter.

3. Different funding scenarios for the held-to-maturity portfolio were analysed with regards to their impact on the investment portfolio's expected risk and return. Following a series of analyses, it was decided to liquidate the entire equities portfolio and a portion of the government bonds portfolio and to invest the liquidation proceeds in the held-to-maturity portfolio. The decision to disinvest from equities, together with the implementation of the held-to-maturity portfolio, will contribute to further reducing the portfolio's volatility. The disinvestment from equities and the funding of the held-to-maturity portfolio will take place in the first quarter of 2005.

**III. ASSET ALLOCATION**

4. Table 1 shows the movements affecting the investment portfolio's major asset classes in the fourth quarter of 2004 and compares the portfolio's actual asset allocation to the policy allocation. There were no reallocations between the portfolio's asset classes during the period, besides the normal dividend repatriations from the equities portfolio to the internally managed portfolio, whereby IFAD avoids reinvesting its dividend gains into equities. From the internally managed portfolio, however, there was a net outflow of USD 10 976 000 equivalent, representing disbursements for loans, grants and administrative expenses, less cash receipts and encashments of Member States' contributions.

**Table 1: Summary of Movements in Cash and Investments**  
(USD '000 equivalent)

	<b>Internally Managed Portfolio</b>	<b>Government Bonds Portfolio</b>	<b>Diversified Fixed- Interest</b>	<b>Inflation Indexed Bonds Portfolio</b>	<b>Equities Portfolio</b>	<b>Overall Portfolio</b>
<b>Opening balance (30 September 2004)</b>	<b>149 873</b>	<b>1 077 229</b>	<b>499 133</b>	<b>434 001</b>	<b>253 930</b>	<b>2 414 166</b>
Net investment income (loss)	927	12 339	4 473	6 393	22 358	46 490
Transfers due to allocation <sup>a</sup>	1 496	-	-	-	(1 496)	-
Transfers due to expenses	(1 787)	674	580	280	253	-
Other net flows <sup>b</sup>	(10 976)	-	-	-	-	(10 976)
Movements on exchange	7 988	65 307	(12)	28 913	8 099	110 295
<b>Closing balance (31 December 2004)</b>	<b>147 521</b>	<b>1 155 549</b>	<b>504 174</b>	<b>469 587</b>	<b>283 144</b>	<b>2 559 975</b>
Actual allocation (%)	5.8	45.1	19.7	18.3	11.1	100.0
Policy allocation (%)	5.0	44.0	23.0	18.0	10.0	100.0
<b>Difference in allocation (%)</b>	<b>0.8</b>	<b>1.1</b>	<b>(3.3)</b>	<b>0.3</b>	<b>1.1</b>	<b>-</b>

<sup>a</sup> Transfers from the equity portfolio reflect the repatriation of dividends.

<sup>b</sup> Member States' contributions, less disbursements for loans, grants and administrative expenses.

5. Changes in the portfolio's allocation ratios in the fourth quarter of 2004 also reflected positive movements in investment income, especially in the equities portfolio, and large movements on exchange as other major currencies appreciated strongly against the United States dollar. Particularly the government bonds and the inflation-indexed portfolios increased in value as non-United States dollar investments made up about 75% and 95%, respectively, of their average holdings in the fourth quarter of 2004.

6. The movements in the fourth quarter of 2004 increased the shortfall in the diversified-fixed interest portfolio since it is almost entirely invested in USD-denominated bonds and therefore, unlike the investment portfolio's other asset classes, the market value of the diversified fixed-interest portfolio did not gain from the positive movements on exchange. The government bonds, inflation-indexed and equities portfolios showed slightly increased excess allocations compared to previous quarter while the excess allocation in the internally managed portfolio was slightly reduced due to disbursement outflows.

#### IV. INVESTMENT INCOME

7. In the fourth quarter for 2004, economic data indicated a somewhat slower growth than expected. However, declining oil prices as well as presidential election results in the United States contributed to a strong equities rally, while contained inflation supported fixed-interest investments.

8. Table 2 shows net investment income for the fourth quarter of 2004, year to date 2004 and earlier years for the investment portfolio's major asset classes. Aggregate net investment income in the fourth quarter of 2004 amounted to USD 46 490 000 equivalent, which, added to the net income of USD 62 172 000 equivalent for the first nine months of 2004, resulted in a cumulative net income of USD 108 662 000 equivalent in 2004 (2003 – USD 107 962 000).

**Table 2: Net Investment Income by Asset Class – Fourth Quarter of 2004 and Prior Periods<sup>a</sup>**  
(USD '000 equivalent)

Portfolio	4th quarter 2004	First nine months 2004	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997
Internally managed portfolio	927	1 774	2 701	4 086	4 098	2 050	3 654	3 114	4 834	18 633
Government bonds portfolio	12 339	26 336	38 675	36 735	85 541	41 471	74 625	(43 977)	195 506	154 228
Diversified fixed-interest portfolio	4 473	17 641	22 114	16 038	22 925	13 783	17 615	3 832	6 130	–
Inflation-indexed bonds portfolio	6 393	14 993	21 386	4 665	–	–	–	–	–	–
Equities portfolio	22 358	1 428	23 786	46 438	(86 378)	(100 286)	(143 744)	231 500	(18 571)	(8 921)
<b>Overall portfolio</b>	<b>46 490</b>	<b>62 172</b>	<b>108 662</b>	<b>107 962</b>	<b>26 186</b>	<b>(42 982)</b>	<b>(47 850)</b>	<b>194 469</b>	<b>187 899</b>	<b>163 940</b>

<sup>a</sup> Net investment income earned in prior years 1997 to 2001 reflect the previous investment policy.

9. Table 3 provides details on net investment income earned in the fourth quarter of 2004 by the two main portfolio categories, i.e. fixed-interest and equities investments. Both categories contributed strongly, and the positive contribution from the portfolio's smaller equities portion was particularly strong.

**Table 3: Net Investment Income of the Overall Portfolio by Main Portfolio Category – Fourth Quarter 2004**  
(USD '000 equivalent)

	Total Fixed-Interest Portfolio	Total Equities Portfolio	Overall Portfolio
Interest from fixed-interest investments and bank accounts	20 973	29	21 002
Dividend income from equities	-	1 801	1 801
Realized capital gains	3 881	2 625	6 506
Unrealized capital gains (losses)	830	18 405	19 235
Income from securities lending and commission recapture	179	35	214
<b>Subtotal: gross investment income</b>	<b>25 863</b>	<b>22 895</b>	<b>48 758</b>
Investment manager fees	(1 353)	(296)	(1 649)
Custody fees	(50)	(4)	(54)
Financial advisory and other investment management fees	(328)	(41)	(369)
Taxes	-	(196)	(196)
Other investment expenses	-	-	-
<b>Net investment income</b>	<b>24 132</b>	<b>22 358</b>	<b>46 490</b>

10. Table 4 shows the net investment income in the fourth quarter of 2004 from the fixed-interest portfolio's four sub-portfolios. In aggregate, net investment income from fixed-interest investments amounted to USD 24 132 000 equivalent. All four sub-portfolios, and especially the government bonds portfolio, contributed positively.

**Table 4: Net Investment Income of the Fixed-Interest Portfolio by  
Sub-Portfolio – Fourth Quarter 2004**  
(USD '000 equivalent)

	Internally Managed Portfolio	Government Bonds Portfolio	Diversified Fixed- Interest Portfolio	Inflation Indexed Bonds Portfolio	Total Fixed- Interest Portfolio
Interest from fixed-interest investments and bank accounts	834	13 061	4 268	2 810	20 973
Dividend income from equities	-	-	-	-	-
Realized capital gains	111	(2 202)	1 952	4 020	3 881
Unrealized capital gains/(losses)	-	2 154	(1 167)	(157)	830
Income from securities lending and commission recapture	-	93	60	26	179
<b>Subtotal: gross investment income</b>	<b>945</b>	<b>13 106</b>	<b>5 113</b>	<b>6 699</b>	<b>25 863</b>
Investment manager fees	-	(587)	(549)	(217)	(1 353)
Custody fees	(18)	(4)	(10)	(18)	(50)
Financial advisory and other investment management fees	-	(176)	(81)	(71)	(328)
Taxes	-	-	-	-	-
Other investment expenses	-	-	-	-	-
<b>Net investment income</b>	<b>927</b>	<b>12 339</b>	<b>4 473</b>	<b>6 393</b>	<b>24 132</b>

11. Net investment income in the fourth quarter of 2004 from the two sub-portfolios of the equities portfolio is shown in Table 5. In aggregate, net investment income from equities amounted to USD 22 358 000 equivalent. In particular the North American sub-portfolio, but also the European equities sub-portfolio, contributed positively.



**Table 5: Net Investment Income of the Equities Portfolio by  
Sub-Portfolio – Fourth Quarter 2004**  
(USD '000 equivalent)

	North American Equities	European Equities	Total Equities Portfolio
Interest from fixed-interest investments and bank accounts	24	5	29
Dividend income from equities	1 164	637	1 801
Realized capital gains/(losses)	2 339	286	2 625
Unrealized capital gains/(losses)	12 010	6 395	18 405
Income from securities lending and commission recapture	12	23	35
<b>Subtotal: gross investment income</b>	<b>15 549</b>	<b>7 346</b>	<b>22 895</b>
Investment manager fees	(211)	(85)	(296)
Custody fees	(1)	(3)	(4)
Financial advisory and other investment management fees	(25)	(16)	(41)
Taxes	-	(196)	(196)
Other investment expenses	-	-	-
<b>Net investment income</b>	<b>15 312</b>	<b>7 046</b>	<b>22 358</b>

#### IV. RATE OF RETURN AND PERFORMANCE COMPARISON

12. There was an overall positive return of 1.76% in the fourth quarter of 2004, net of investment expenses and movements on exchange. Cumulatively, the overall return for 2004 was 4.54%.

13. The performance of the various mandates of the investment portfolio is measured against preassigned independent benchmarks, indicating the return that would be expected through passive management of defined sectors of the market. The indices used are the JP Morgan customized global government bonds index for government bonds, Lehman Brothers United States aggregate index for diversified fixed-interest bonds, Barclays customized inflation-linked index for the inflation-indexed bonds portfolio, Standard & Poor's 500 index for North American equities and the Morgan Stanley capital international (MSCI) index for European equities.

14. Table 6 compares the return on each major sub-portfolio with the appropriate benchmark return. The overall portfolio showed an outperformance of 1 basis point in the fourth quarter of 2004, as the equities portfolio clearly outperformed its aggregate benchmark and also compensated for a small underperformance by the fixed-interest portfolio.

**Table 6: Performance Compared with Benchmarks – Fourth Quarter and Year 2004**  
(percentage in local currency terms)

Portfolio	Fourth Quarter 2004			Year 2004		
	Rate of Return %		Out/(Under) Performance	Rate of Return %		Out/(Under) Performance
	Portfolio	Benchmark		Portfolio	Benchmark	
Internally managed portfolio	0.61	0.61	0.00	2.12	2.12	0.00
Government bonds portfolio	0.94	0.96	(0.02)	3.56	3.53	0.03
Diversified fixed-interest portfolio	1.01	0.84	0.16	4.86	4.02	0.84
Inflation-indexed bonds portfolio	1.41	1.72	(0.31)	6.17	6.80	(0.63)
<b>Total fixed-interest portfolio</b>	<b>1.01</b>	<b>1.08</b>	<b>(0.07)</b>	<b>4.15</b>	<b>4.08</b>	<b>0.07</b>
North American equities portfolio	10.43	8.74	1.69	9.80	9.00	0.80
European equities portfolio	6.32	6.73	(0.41)	9.78	9.43	0.35
<b>Total equities portfolio</b>	<b>8.78</b>	<b>7.93</b>	<b>0.85</b>	<b>9.76</b>	<b>9.16</b>	<b>0.60</b>
<b>Overall portfolio gross rate of return</b>	<b>1.83</b>	<b>1.82</b>	<b>0.01</b>	<b>4.74</b>	<b>4.62</b>	<b>0.12</b>
<b>Less expenses</b>	<b>(0.07)</b>	<b>(0.07)</b>	<b>0.00</b>	<b>(0.20)</b>	<b>(0.20)</b>	<b>0.00</b>
<b>Overall portfolio net rate of return</b>	<b>1.76</b>	<b>1.75</b>	<b>0.01</b>	<b>4.54</b>	<b>4.42</b>	<b>0.12</b>

15. The total fixed-interest portfolio returned a positive 1.01% in the fourth quarter of 2004, underperforming its benchmark by 7 basis points. The small underperformance resulted principally from the inflation-indexed bonds portfolio, which showed an underperformance of 31 basis points as a result of a negative contribution from asset allocation, although somewhat mitigated by a slightly positive security selection. The underperformance was partially offset by an outperformance in the diversified fixed-interest portfolio.

16. The total equities portfolio returned a positive 8.78% in the fourth quarter of 2004 and outperformed its aggregated benchmark by 85 basis points. The overall equities outperformance was due to the North American equities portfolio whereas the European Equity portfolio underperformed its benchmark. The 4<sup>th</sup> quarter outperformance generated by the North American equities portfolio was mostly due to positive stock selection.

