

a

FIDA

FONDO INTERNACIONAL DE DESARROLLO AGRÍCOLA

Junta Ejecutiva – 84º período de sesiones

Roma, 18 a 20 de abril de 2005

**INFORME SOBRE LA CARTERA DE INVERSIONES DEL FIDA
CORRESPONDIENTE A 2004**

I. INTRODUCCIÓN

1. El presente informe sobre la cartera de inversiones del FIDA abarca el año que finalizó el 31 de diciembre de 2004 e incluye, para fines de comparación, las cifras correspondientes al año que terminó el 31 de diciembre de 2003 y años anteriores. Además, en el anexo X figura un informe sobre los resultados de la cartera de inversiones en el cuarto trimestre de 2004.

2. El informe comprende las ocho secciones siguientes: aspectos más destacados, condiciones de las inversiones, política de inversiones, distribución de los activos, ingresos en concepto de inversiones, tasa de rendimiento y comparación de los resultados, composición de la cartera y medición de los riesgos.

II. ASPECTOS MÁS DESTACADOS

3. En 2004, los mercados financieros se vieron influenciados por el alza de los precios del petróleo que se registró durante gran parte del año. Los mercados de renta fija obtuvieron buenas ganancias especialmente en el segundo semestre del año, cuando el crecimiento económico experimentó cierta disminución, debido en parte al aumento de los precios del petróleo. En el último trimestre, los mercados accionarios subieron claramente en vista de que los precios del petróleo empezaron a bajar y los inversionistas recobraron confianza en una nueva expansión económica.

4. En conjunto, los ingresos netos procedentes de la cartera de inversiones del FIDA ascendieron al equivalente de USD 108 662 000 en 2004. Esa cifra representa una tasa neta general de rendimiento del 4,54% y una diferencia positiva de 12 puntos básicos con respecto a la base de referencia agregada.

5. La parte de renta fija de la cartera de inversiones aportó el equivalente de USD 84 876 000 a los ingresos netos totales en concepto de inversiones. Los ingresos obtenidos de las inversiones en renta fija supusieron una tasa de rendimiento del 4,15%, lo que a su vez representa una diferencia positiva de 7 puntos básicos con respecto a la base de referencia para el conjunto de inversiones en renta fija.

6. La parte de la cartera de inversiones formada por acciones aportó el equivalente de USD 23 786 000 a los ingresos netos totales en concepto de inversiones. Los ingresos obtenidos de las acciones supusieron una tasa de rendimiento del 9,76%, lo que a su vez representa una diferencia positiva de 60 puntos básicos con respecto a la base de referencia para las acciones en general.

7. La cuantía de la cartera de inversiones aumentó, pasando del equivalente de USD 2 356 921 000 al 31 de diciembre de 2003 al equivalente de USD 2 559 975 000 a finales de 2004. Este incremento se debió principalmente a las variaciones positivas de los ingresos en concepto de inversiones y de divisas, atribuibles a la apreciación de algunas monedas importantes frente al dólar estadounidense.

8. El 1º de junio de 2004 se asignaron fondos a una parte restante de la cartera de bonos indizados en función de la inflación; con ello, las tenencias de esa clase de activos se situaron muy cerca de la asignación del 18% de la cartera total de inversiones estipulada en la política de inversiones. Asimismo, al efectuarse la financiación adicional de esa cartera el 1º de junio de 2004, se acortó su duración. Mediante esta medida se reduce el riesgo de posibles pérdidas en caso de alza de las tasas de interés.

9. Como actividad complementaria del examen de la gestión de activos y pasivos que se presentó a la Junta Ejecutiva en diciembre de 2003, desde el 30 de junio de 2004 se pidió a todos los administradores externos de las inversiones que tuviesen una cobertura total con respecto a sus índices de referencia en términos de ponderaciones por moneda.

10. El examen mencionado incluía también una medida para reducir ulteriormente el riesgo de mercado que preveía que una parte de las inversiones de la cartera se mantendrían hasta su vencimiento. A raíz de diversos exámenes efectuados en el otoño de 2004, se decidió que se financiaría una cartera de tenencias hasta el vencimiento por un monto de USD 400 millones mediante recursos procedentes de la liquidación de la cartera de acciones total y una porción de la cartera de bonos públicos. La liquidación de la cartera de acciones, junto con la financiación de la cartera de tenencias hasta el vencimiento, se realizaría en el primer trimestre de 2005 y contribuiría a reducir aún más la volatilidad de la cartera.

III. CONDICIONES DE LAS INVERSIONES

11. En esta sección se examina el panorama de la economía y el mercado financiero en 2004.

A. Antecedentes económicos

12. En el anexo I se muestra la evolución de cuatro indicadores económicos básicos: el producto interno bruto real (PIB), los precios al consumo, la tasa de desempleo y los déficit y superávit presupuestarios. Los indicadores económicos que se ofrecen corresponden a los países cuyas monedas figuran en la cesta de valoración del derecho especial de giro (DEG), es decir, los Estados Unidos de América, el Japón, los países de la zona del euro y el Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte.

13. En general, las tasas de crecimiento del PIB aumentaron notablemente en el año 2004, si bien el alza de los precios del petróleo contribuyó a que el ritmo de crecimiento económico disminuyera en la segunda mitad del año. A pesar de ello, la economía estadounidense creció de manera pronunciada gracias a la demanda interna, las inversiones empresariales y la solidez de los mercados laborales. También la economía japonesa creció con fuerza, lo que se debió en mayor medida a las exportaciones y las inversiones empresariales, pues la demanda interna siguió siendo baja. Los pronósticos para los

Estados Unidos y el Japón indican cierta desaceleración en 2005. Los países de la zona del euro mantuvieron su trayectoria de crecimiento más moderado, sostenido principalmente por las exportaciones facilitadas por la aceleración de las economías estadounidense y asiática, aunque la apreciación del euro repercutió en ellas negativamente. Según las previsiones generales, en 2005 no habrá variaciones de crecimiento apreciables en los países de la zona del euro. Durante 2004, se registró una expansión de la economía del Reino Unido, impulsada por el gasto público y empresarial. No obstante, en 2005 se prevé cierta desaceleración.

14. En los Estados Unidos, la inflación subió como consecuencia del alza sin precedentes de los precios del petróleo y del aumento de los costos de producción. Además, la continuidad de la expansión económica, la mejora salarial y el costo más elevado de las importaciones a causa de la debilitación del dólar estadounidense hicieron subir los precios al consumo en 2004. Sin embargo, se prevé que en 2005 los precios dejarán de subir en vista de que el Banco de la Reserva Federal muy probablemente seguirá aumentando los tipos de interés con objeto de frenar la demanda interna. En los países de la zona del euro los precios al consumo se mantuvieron estables a causa de la debilidad de la demanda, y la pronunciada apreciación del euro frente al dólar contribuyó a paliar los efectos del aumento de los precios del petróleo. Las previsiones para esos países relativas a 2005 señalan una inflación en disminución, toda vez que, según los cálculos, el nivel de gasto de los consumidores seguirá siendo bastante bajo. En el Reino Unido, la inflación bajó levemente tras el aumento de los tipos de interés decidido por el Banco de Inglaterra, hecho que hizo crecer el costo de los empréstitos y, por consiguiente, ayudó a controlar el gasto y la inflación. En el Japón, también en 2005 se prevé una inflación levemente negativa.

15. Las tasas de desempleo disminuyeron en los Estados Unidos, el Japón y el Reino Unido. En cambio, en los países de la zona del euro aumentaron ligeramente debido al estancamiento del crecimiento en el segundo semestre del año y a la reducción de puestos decidida por algunas empresas preocupadas por los efectos económicos del fortalecimiento del euro. Según las previsiones, en 2005 las tasas de desempleo descenderán ligeramente en las cuatro zonas mencionadas.

16. En 2004, el déficit presupuestario aumentó levemente en los Estados Unidos y el Japón, pero no varió en los países de la zona del euro. Aunque se prevé que en 2005 disminuirá en estos últimos países y en los Estados Unidos, probablemente aumentará un poco en el Japón. Por su parte, en 2004 el nivel de superávit del Reino Unido no sufrió variaciones, pero se calcula que disminuirá en 2005.

17. En el anexo II se muestra la evolución de los tipos de interés aplicados por los bancos centrales de los países cuyas monedas integran la cesta de valoración del DEG. En los párrafos 19 y 20 se expone más en detalle el impacto producido por esa evolución en los tipos de interés a corto plazo y en los mercados de bonos. El Banco de la Reserva Federal de los Estados Unidos aumentó el tipo de interés de los fondos federales cinco veces en 2004 (en junio, agosto, septiembre, noviembre y diciembre) del 1,00% al 2,25%, con objeto de mantener el gasto bajo control. El Banco Central Europeo mantuvo la tasa de refinanciación invariada al 2,00% a fin de sostener la economía. En el Reino Unido, el Banco de Inglaterra aumentó su tipo de interés básico cuatro veces durante el año (en febrero, mayo, junio y agosto) del 3,75% al 4,75%. El Banco del Japón mantuvo en 2004 su política de tipos de interés nulos.

18. En el anexo III se indican los tipos de cambio, a final de mes, del dólar estadounidense con respecto a las otras tres monedas que componen la cesta de valoración del DEG. En 2004, las otras tres monedas, es decir, el yen japonés, la libra esterlina y, en particular, el euro, se revalorizaron mucho frente al dólar estadounidense, en vista de que otros países y sus respectivas reservas de divisas no llegaron a absorber totalmente una provisión considerable de dólares. En el cuadro 1 y en el párrafo 31 se indica el impacto ejercido por las fluctuaciones cambiarias en la cartera de inversiones en 2004.

B. Panorama general de los mercados financieros

19. En el anexo IV se muestra la evolución en 2004 de los tipos de interés a corto y largo plazo en los países cuyas monedas integran la cesta de valoración del DEG. Los tipos de interés a corto plazo aumentaron en los Estados Unidos y el Reino Unido como consecuencia del alza de las tasas de los bancos centrales de ambos países. En los países de la zona del euro y el Japón, por lo general permanecieron estables durante todo el año. Los tipos de interés a largo plazo aumentaron levemente en la primera mitad del año, excepto en la zona del euro, y bajaron en la segunda mitad puesto que los mercados de bonos volvieron a despertar el interés de los inversionistas debido a la disminución del ritmo de crecimiento económico y de las presiones inflacionarias.

20. En el anexo V se indican los rendimientos en 2004 de los mercados de bonos públicos para cada uno de los países que están incluidos en el índice de bonos públicos mundiales de J. P. Morgan. El índice de referencia incluye las ganancias y pérdidas de capital y de cupón, en consonancia con la práctica del mercado. En ese año, únicamente el mercado estadounidense mostró un rendimiento ligeramente negativo, como consecuencia del alza de los tipos de interés aplicados por el banco central, y también porque en el último trimestre la disminución de los precios del petróleo impulsó a los inversionistas a prestar más atención a los mercados de acciones.

21. En el anexo VI se muestra la evolución en 2004 de los mercados de títulos de renta fija y de acciones en los que la cartera de inversiones del FIDA estuvo presente durante el año. La evolución del mercado de títulos de renta fija se refleja en los resultados de los índices de referencia representativos que utiliza el FIDA para la cartera de bonos públicos, la cartera diversificada de renta fija y la cartera de bonos indizados en función de la inflación. En el primer trimestre del año, los mercados de renta fija reportaron buenos resultados debido a que la inflación y el ritmo de crecimiento económico se mantuvieron por debajo de las estimaciones, mientras que en el segundo trimestre las previsiones de que las tasas de interés y la inflación se elevarían repercutieron negativamente en los mercados. Los mercados de renta fija se recuperaron en la segunda parte del año ya que en general la economía creció más lentamente y la inflación permaneció baja. No obstante, esta última aún suscitaba preocupación entre los inversionistas, que aumentaron sus inversiones en bonos protegidos contra la inflación; como consecuencia, los rendimientos de los bonos indizados en función de la inflación fueron muy superiores a los de los bonos públicos y de los bonos diversificados de renta fija.

22. Los mercados de acciones arrojaron resultados mixtos en el primer semestre del año, pues los precios del petróleo aumentaron a niveles sin precedentes, lo que hizo subir los costos de las empresas y disminuir las ganancias. Sin embargo, los mercados de acciones europeos y estadounidenses experimentaron un fuerte repunte en el último trimestre del año debido a que los precios del petróleo comenzaron a descender y los inversionistas recobraron confianza en la expansión de la economía.

IV. POLÍTICA DE INVERSIONES

23. En marzo de 2004 se eligieron dos administradores externos de inversiones para que se ocuparan de administrar la parte restante de la cartera de bonos indizados en función de la inflación a la que todavía no se habían asignado fondos. El 1º de junio de 2004, esos administradores recibieron fondos por una cuantía total equivalente a USD 180 millones, que anteriormente estaban en la cartera de bonos públicos (por el equivalente de USD 130 millones), y en la cartera administrada internamente (por el equivalente de USD 50 millones). Con ello, las tenencias de bonos indizados en función de la inflación se situaron muy cerca de la asignación del 18% de la cartera total de inversiones estipulada en la política de inversiones.

24. Además, al efectuarse la financiación adicional de la cartera de bonos indizados en función de la inflación se acortó su duración de ocho a seis años, aproximadamente, a fin de reducir el riesgo de posibles pérdidas en caso de alza de las tasas de interés.

25. El examen de la gestión de activos y pasivos presentado a la Junta Ejecutiva en diciembre de 2003 contenía dos medidas relacionadas con la cartera de inversiones, a saber: hacer frente al riesgo de que algunos administradores externos de inversiones asumieran posiciones monetarios sin cobertura, y reducir el riesgo de mercado en la cartera de inversiones mediante el mantenimiento de una parte de las inversiones de la cartera hasta su vencimiento. Las normas contables permiten que una inversión que se prevé mantener hasta el vencimiento se contabilice al costo amortizado; por consiguiente, una inversión de ese tipo no se ve afectada por las fluctuaciones de los precios de mercado.

26. Como resultado de la primera medida, desde el 30 de junio de 2004 se pidió a todos los administradores externos de inversiones que tuviesen una cobertura total con respecto a sus índices de referencia en términos de ponderaciones por moneda.

27. Por lo que concierne a la segunda medida, el impacto financiero del método basado en el mantenimiento de las tenencias hasta el vencimiento se analizó más a fondo en el segundo semestre de 2004. Se decidió entonces asignar a la cartera de tenencias hasta el vencimiento la cantidad de USD 400 millones. Esa cartera se administrará internamente y sus tenencias se invertirán en obligaciones de elevada calidad, con un plazo máximo de vencimiento de cinco años, y cada trimestre vencerán USD 20 millones, que se arrastrarán.

28. Se analizaron diferentes hipótesis financieras aplicables a la cartera de tenencias hasta el vencimiento, teniendo en cuenta su impacto en el riesgo y el rendimiento previstos en la cartera de inversiones. Tras diversos análisis, se decidió liquidar la cartera de acciones total y una parte de la cartera de bonos públicos e invertir el producto de la liquidación en la cartera de tenencias hasta el vencimiento. Esta decisión, junto con la adopción de una cartera de tenencias hasta el vencimiento, contribuirá a reducir ulteriormente la volatilidad de la cartera.

29. Se decidió que en el primer trimestre de 2005 se liquidaría la cartera de acciones y se pondría en práctica la cartera de tenencias hasta el vencimiento. Se informará a este respecto en el “Informe sobre la cartera de inversiones del FIDA correspondiente al primer trimestre de 2005”, que se distribuirá a la Junta Ejecutiva en abril, con ocasión de su 84º período de sesiones.

V. DISTRIBUCIÓN DE LOS ACTIVOS

30. En el cuadro 1 se muestran las variaciones de las principales clases de activos que componían la cartera de inversiones en 2004 y se compara la distribución real de los activos con la prevista en la política vigente. En junio de 2004, se completó la financiación de la parte restante de la cartera de bonos indizados en función de la inflación mediante la transferencia del equivalente de USD 130 millones, procedente de la cartera de bonos públicos, y del equivalente de USD 50 millones, procedente de la cartera administrada internamente. En 2004, no se redistribuyeron otros fondos entre las distintas clases de activos de la cartera, aparte de la habitual recuperación de dividendos de la cartera de acciones a la cartera administrada internamente que el FIDA realiza para evitar la reinversión de esos dividendos en acciones. Además, se produjo una entrada neta por el equivalente de USD 2 911 000, procedentes de las contribuciones de los Estados Miembros, deducidos los desembolsos en concepto de préstamos, donaciones y gastos administrativos.

Cuadro 1: Resumen de las variaciones del efectivo y las inversiones – 2004
(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 (31 de diciembre de 2003)	185 326	1 190 833	480 873	243 803	256 086	2 356 921
Ingresos netos en concepto de inversiones	2 701	38 675	22 114	21 386	23 786	108 662
Transferencias debidas a asignaciones ^a	(44 673)	(130 000)	-	180 000	(5 327)	-
Transferencias debidas a gastos/otros ingresos	(5 517)	2 309	1 313	893	1 002	-
Otros flujos netos ^b	2 911	-	-	-	-	2 911
Fluctuaciones cambiarias	6 773	53 732	(126)	23 505	7 597	91 481
Saldo de cierre (31 de diciembre de 2004)	147 521	1 155 549	504 174	469 587	283 144	2 559 975
Distribución real (%)	5,8	45,1	19,7	18,3	11,1	100,0
Distribución prevista en la política (%)	5,0	44,0	23,0	18,0	10,0	100,0
Diferencia en la distribución (%)	0,8	1,1	(3,3)	0,3	1,1	-

^a Las transferencias de la cartera de acciones obedecen a la recuperación de dividendos destinados a la cartera administrada internamente.

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

31. Las variaciones de los porcentajes correspondientes a las distintas inversiones incluidas en la cartera en 2004 obedecen también a la evolución positiva de los ingresos en concepto de inversiones y a las amplias fluctuaciones cambiarias que se produjeron debido a la gran apreciación de algunas de las principales monedas frente al dólar estadounidense. En concreto, el valor de las carteras de bonos públicos y de bonos indizados en función de la inflación subió gracias a que las inversiones en monedas distintas del dólar estadounidense representaban en 2004 alrededor del 75% y 95%, respectivamente, de sus tenencias medias.

32. Al 31 de diciembre de 2004, la cartera diversificada de renta fija registraba un déficit dado que las inversiones de esa cartera se realizan casi exclusivamente en bonos en dólares estadounidenses y, por esta razón, a diferencia de las otras clases de activos de la cartera, su valor de mercado no se benefició de las fluctuaciones cambiarias positivas. Las demás clases de activos de la cartera registraron unos pequeños excedentes, que tuvieron un efecto de compensación.

33. En el anexo VII se ofrecen nuevos datos sobre las variaciones de las dos subcarteras de acciones y sus saldos respectivos, dentro de la cartera total de acciones a final de año.

VI. INGRESOS EN CONCEPTO DE INVERSIONES

34. En 2004, los ingresos netos agregados en concepto de inversiones ascendieron al equivalente de USD 108 662 000 (en 2003, USD 107 962 000). Las ganancias y pérdidas por títulos de inversión tanto realizadas como no realizadas se atribuyen al período en que se producen y se incluyen en los ingresos en concepto de inversiones. En el cuadro 2 se muestran los ingresos netos en concepto de inversiones en 2004 y años anteriores, desglosados por las principales clases de activos de la cartera de inversiones.

**Cuadro 2: Ingresos netos en concepto de inversiones
por clase de activos – 2004 y años anteriores^a**
(en equivalente de miles de USD)

Cartera	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997
Cartera administrada internamente	2 701	4 086	4 098	2 050	3 654	3 114	4 834	18 633
Cartera de bonos públicos	38 675	36 735	85 541	41 471	74 625	(43 977)	195 506	154 228
Cartera diversificada de renta fija	22 114	16 038	22 925	13 783	17 615	3 832	6 130	–
Cartera de bonos indizados en función de la inflación	21 386	4 665	–	–	–	–	–	–
Cartera de acciones	23 786	46 438	(86 378)	(100 286)	(143 744)	231 500	(18 571)	(8 921)
Cartera total	108 662	107 962	26 186	(42 982)	(47 850)	194 469	187 899	163 940

^a Los ingresos netos en concepto de inversiones obtenidos en el período comprendido entre 1997 y 2001 guardan relación con la anterior política de inversiones.

35. El cuadro 3 contiene información detallada sobre los ingresos netos en concepto de inversiones obtenidos en 2004, desglosados por inversiones en renta fija e inversiones en acciones, es decir, las dos categorías principales de la cartera, así como sobre los ingresos netos en concepto de inversiones obtenidos de la cartera total en los años 1997 a 2003. Tanto las inversiones en renta fija como las inversiones en acciones contribuyeron positivamente a los ingresos netos en concepto de inversiones en 2004.

**Cuadro 3: Ingresos netos en concepto de inversiones relativos a la totalidad
de la cartera, por categorías principales – 2004 y años anteriores^a**
(en equivalente de miles de USD)

	2004			2003 Cartera total	2002 Cartera total	2001 Cartera total	2000 Cartera total	1999 Cartera total	1998 Cartera total	1997 Cartera total
	Total cartera de renta fija	Total cartera de acciones	Cartera total							
Intereses procedentes de inversiones en renta fija y cuentas bancarias	76 716	52	76 768	69 938	61 541	59 241	68 819	90 253	112 668	128 779
Dividendos de las acciones	–	6 204	6 204	4 709	7 652	13 614	11 760	8 684	5 654	94
Ganancias/(pérdidas) de capital realizadas	11 339	8 932	20 271	42 179	(89 120)	(74 793)	8 264	3 861	40 846	21 535
Ganancias/(pérdidas) de capital no realizadas	1 409	9 849	11 258	(3 779)	53 541	(31 400)	(125 724)	101 272	36 111	19 657
Ingresos procedentes de préstamos de valores en cartera y recuperación de comisiones	597	141	738	430	436	841	440	539	905	463
Total parcial: ingresos/(pérdidas) brutos en concepto de inversiones	90 061	25 178	115 239	113 477	34 050	(32 497)	(36 441)	204 609	196 184	170 528
Retribución de los administradores de inversiones	(3 966)	(1 121)	(5 087)	(4 276)	(4 866)	(7 037)	(7 993)	(7 192)	(5 660)	(3 708)
Derechos de custodia	(403)	(82)	(485)	(680)	(1 621)	(2 103)	(2 581)	(1 870)	(1 469)	(1 066)
Gastos por asesoramiento financiero y otros gastos por gestión de inversiones	(816)	(105)	(921)	(475)	(791)	(688)	(515)	(508)	(610)	(683)
Impuestos	–	(84)	(84)	(84)	(365)	(606)	(167)	(286)	(129)	(1 131)
Otros gastos de inversión	–	–	–	–	(221)	(51)	(153)	(284)	(417)	–
Ingresos/(pérdidas) netos en concepto de inversiones	84 876	23 786	108 662	107 962	26 186	(42 982)	(47 850)	194 469	187 899	163 940

^a Los ingresos en concepto de inversiones obtenidos en el período comprendido entre 1997 y 2001 guardan relación con la anterior política de inversiones.

36. En el cuadro 4 se presentan los ingresos netos en concepto de inversiones obtenidos en 2004, desglosados por las cuatro subcarteras de la cartera de renta fija, a saber, la cartera administrada internamente y las carteras de bonos públicos, títulos diversificados de renta fija y bonos indizados en función de la inflación, administradas externamente. En conjunto, los ingresos netos obtenidos de las inversiones en renta fija en 2004 ascendieron al equivalente de USD 84 876 000. Todas las subcarteras de renta fija contribuyeron positivamente a estos ingresos; en particular, la de bonos públicos contribuyó en mayor medida, pero también la cartera diversificada de renta fija y el aumento de las inversiones en bonos indizados en función de la inflación influyeron en el incremento de los ingresos procedentes de las inversiones en renta fija.

Cuadro 4: Ingresos netos en concepto de inversiones relativos a la cartera de renta fija por subcartera – 2004
(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 en renta fija y cuentas bancarias	2 663	49 330	14 529	10 194	76 716
Dividendos de las acciones	-	-	-	-	-
Ganancias de capital realizadas	111	(6 654)	9 115	8 767	11 339
Ganancias/(pérdidas) de capital no realizadas	-	(1 692)	(217)	3 318	1 409
Ingresos procedentes de préstamos de valores en cartera y recuperación de comisiones	-	363	179	55	597
Total parcial: ingresos brutos en concepto de inversiones	2 774	41 347	23 606	22 334	90 061
Retribución de los administradores de inversiones	-	(2 091)	(1 190)	(685)	(3 966)
Derechos de custodia	(73)	(116)	(98)	(116)	(403)
Gastos por asesoramiento financiero y otros gastos por gestión de inversiones	-	(465)	(204)	(147)	(816)
Impuestos	-	-	-	-	-
Otros gastos de inversión	-	-	-	-	-
Ingresos netos en concepto de inversiones	2 701	38 675	22 114	21 386	84 876

37. En el cuadro 5 se indican los ingresos netos obtenidos en 2004 por las dos subcarteras de la cartera de acciones. En conjunto, los ingresos netos de la cartera de acciones en ese período ascendieron al equivalente de USD 23 786 000. La subcartera de acciones de América del Norte y, en grado algo menor, la de Europa, contribuyeron muy positivamente a estos ingresos en 2004.

Cuadro 5: Ingresos netos en concepto de inversiones relativos a la cartera de acciones por subcartera – 2004
(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 en renta fija y cuentas bancarias	39	13	52
Dividendos de las acciones	3 150	3 054	6 204
Ganancias/(pérdidas) de capital realizadas	8 341	591	8 932
Ganancias de capital no realizadas	3 143	6 706	9 849
Ingresos procedentes de préstamos de valores en cartera y recuperación de comisiones	57	84	141
Total parcial: ingresos brutos en concepto de inversiones	14 730	10 448	25 178
Retribución de los administradores de inversiones	(814)	(307)	(1 121)
Derechos de custodia	(57)	(25)	(82)
Gastos de asesoramiento financiero y otros gastos por gestión de inversiones	(64)	(41)	(105)
Impuestos	-	(84)	(84)
Otros gastos de inversión	-	-	-
Ingresos netos en concepto de inversiones	13 795	9 991	23 786

38. En el anexo VIII se muestran los ingresos brutos anuales obtenidos entre 1997 y 2004 de las principales categorías de la cartera de inversiones, es decir, inversiones en renta fija e inversiones en acciones, y se indica la cuantía de los ingresos obtenidos en concepto de ganancias de capital, intereses, dividendos e ingresos procedentes de préstamos de valores en cartera y recuperación de comisiones. Al igual que en los últimos años, en su mayor parte los ingresos obtenidos en 2004 se derivaron de los intereses y, en menor grado, de las ganancias de capital, los dividendos y otras categorías de ingresos.

VII. TASA DE RENDIMIENTO Y COMPARACIÓN DE LOS RESULTADOS

Tasa general de rendimiento

39. En el año 2004 hubo un saldo general positivo del 4,54% (en 2003, del 4,90%), una vez deducidos los gastos de las inversiones y las fluctuaciones cambiarias. Tanto las inversiones en renta fija como las inversiones en acciones contribuyeron positivamente al saldo total en 2004.

Resultados de la cartera comparados con las bases de referencia

40. 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 definidos del mercado. Los índices utilizados son: el índice personalizado de J. P. Morgan para los bonos públicos mundiales (*Customized Global Government Bonds Index*), 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 Barclays (*Customized Inflation-linked Index*) para los títulos indizados en función de la inflación, el índice Standard & Poor's 500 para las acciones de América del Norte, y el índice de Morgan Stanley Capital International (MSCI), para las acciones de Europa.

41. 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 12 puntos básicos en 2004 (en 2003 hubo una diferencia positiva de 55 puntos básicos), a la que contribuyeron las inversiones en renta fija y, en particular, las inversiones en acciones.

Cuadro 6: Resultados comparados con la base de referencia – 2004
(porcentajes en moneda local)

Cartera	Tasa de rendimiento (porcentaje)		Diferencia positiva/(negativa)
	Cartera	Base de referencia	
Cartera administrada internamente	2,12	2,12	0,00
Cartera de bonos públicos	3,56	3,53	0,03
Cartera diversificada de renta fija	4,86	4,02	0,84
Cartera de bonos indizados en función de la inflación	6,17	6,80	(0,63)
Total de la cartera de renta fija	4,15	4,08	0,07
Cartera de acciones de América del Norte	9,80	9,00	0,80
Cartera de acciones de Europa	9,78	9,43	0,35
Total de la cartera de acciones	9,76	9,16	0,60
Tasa bruta de rendimiento general de la cartera	4,74	4,62	0,12
Menos: gastos	(0,20)	(0,20)	0,00
Tasa neta de rendimiento general de la cartera	4,54	4,42	0,12

42. Como se indica en el cuadro 6, la cartera total de renta fija tuvo un rendimiento del 4,15% en 2004, lo que supone una diferencia positiva de 7 puntos básicos con respecto a la base agregada de referencia. Los resultados obtenidos por las subcarteras de la cartera de renta fija administradas externamente son los siguientes:

- **Cartera de bonos públicos.** La cartera obtuvo un rendimiento del 3,56%, que supone una leve diferencia positiva de 3 puntos básicos con respecto a su base de referencia. Esta diferencia obedeció a la decisión táctica adoptada por los administradores de inversiones de asignar una menor proporción al Japón y los Estados Unidos, una mayor proporción a Europa y de permanecer neutrales con respecto al Reino Unido. Esta estrategia contribuyó a proteger la cartera contra el alza de los rendimientos en los Estados Unidos y permitió sacar partido del repunte en el mercado de bonos europeos. También el hecho de asignar una menor proporción al Japón contribuyó a proteger la cartera, pues los

bonos de ese país arrojaron resultados inferiores a la base de referencia general. En el cuadro 7 se muestra la duración de la cartera de bonos públicos y de su base de referencia, además de la duración de la cartera diversificada de renta fija y la cartera de bonos indizados en función de la inflación y de sus bases de referencia respectivas.

Cuadro 7: Duración de las carteras de renta fija y de sus bases de referencia

	31 diciembre 2004 (años)		31 diciembre 2003 (años)	
	Cartera	Base de referencia	Cartera	Base de referencia
Cartera de bonos públicos	2,8	2,9	2,7	2,9
Cartera diversificada de renta fija	4,3	3,9	4,0	4,0
Bonos indizados en función de la inflación	4,3	5,6	6,9	7,2

- **Cartera diversificada de renta fija.** Esta cartera tuvo un rendimiento del 4,86%, que supone una diferencia positiva de 84 puntos básicos con respecto a su base de referencia. La acertada selección de títulos y, en menor grado, la distribución de los activos, contribuyeron a estos resultados positivos, los cuales se produjeron en su mayor parte debido a los bonos públicos seleccionados por los administradores (especialmente los bonos de renta fija no pertenecientes al mercado estadounidense). En cambio, la exposición de los administradores a los riesgos hipotecarios y a los valores respaldados por activos redujeron la diferencia positiva.
- **Cartera de bonos indizados en función de la inflación.** La cartera arrojó un rendimiento del 6,17%, que supone una diferencia negativa de 63 puntos básicos con respecto a su base de referencia. Esta diferencia se generó fundamentalmente del impacto negativo de la distribución de activos, que anuló la contribución positiva de la selección de bonos efectuada por los administradores durante el año. Los principales factores negativos fueron la asignación de una cuota mayor al mercado japonés y de una cuota menor al Reino Unido y Europa.

43. Como se indica también en el cuadro 6, la cartera total de acciones tuvo un rendimiento del 9,76% en 2004, lo que representa una diferencia positiva de 60 puntos básicos frente a la base agregada de referencia. Las dos carteras de acciones contribuyeron a ello de la siguiente manera:

- **Cartera de acciones de América del Norte.** La cartera tuvo un rendimiento del 9,80%, que supone una diferencia positiva de 80 puntos básicos con respecto a su base de referencia. Esa diferencia positiva derivó tanto de la selección de títulos como de la distribución por sectores. En este sentido, los principales factores positivos fueron los valores en los sectores de la energía y los servicios públicos, a los cuales el administrador asignó una proporción mayor o neutral. Los valores seleccionados en los sectores de los bienes de consumos no esenciales y la atención sanitaria influyeron de manera levemente negativa.
- **Cartera de acciones de Europa.** La cartera tuvo un rendimiento del 9,78%, que supone una diferencia positiva de 35 puntos básicos con respecto a la base de referencia. En comparación con su base de referencia, la cartera de acciones de Europa reflejó una selección positiva de acciones y, en menor medida, una distribución por sectores positiva. Los principales factores que contribuyeron a esta diferencia positiva fueron los valores seleccionados en los sectores de los productos básicos de consumo y las telecomunicaciones. En cambio, la selección de títulos en los bienes de consumo no esenciales contribuyó negativamente

Resultados de la cartera comparados con los del universo de administradores de carteras

44. En el cuadro 8 figura una comparación entre los resultados obtenidos en 2004 por los mandatos del FIDA administrados externamente y los del universo de administradores de inversiones definido por el custodio general del FIDA. La comparación se basa en el rendimiento en dólares estadounidenses y, por consiguiente, incluye un elemento de ganancias y pérdidas cambiarias en lugar de referirse, como en el resto del informe, a los rendimientos en monedas nacionales. La comparación tiene igualmente un carácter indicativo puesto que todas las carteras cuentan con sus propias directrices de inversión, que no concuerdan de forma precisa con las directrices seguidas por el FIDA.

Cuadro 8: Resultados de la cartera comparados con los del universo de administradores de carteras – 2004

Tipo de mandato	Número de administradores que componen el universo	Tasa de rendimiento (porcentaje) en USD ^a				
		Mediana de los resultados del universo	Cartera de inversiones del FIDA	Base de referencia del FIDA	Diferencia positiva/ (negativa) de los resultados del FIDA en relación con el universo	Diferencia positiva/ (negativa) de los resultados del FIDA en relación con la base de referencia
Bonos públicos ^b	31	10,9	9,1	9,2	(1,9)	(0,1)
Diversificada de renta fija ^c	217	4,5	4,8	4,0	0,3	0,8
Bonos indizados en función de la inflación ^d	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Acciones de América del Norte ^e	181	10,6	9,5	9,0	(1,1)	0,5
Acciones de Europa ^f	56	20,3	18,2	17,8	(2,1)	0,4

- ^a Las diferencias entre los rendimientos correspondientes a la cartera de inversiones del FIDA y sus bases de referencia indicados en éste y en otros cuadros del informe se deben a las fluctuaciones cambiarias.
- ^b El universo utilizado para comparar los resultados del mandato relativo a la cartera de bonos públicos es el universo mundial de bonos sin cobertura a tipo fijo de Russell, que abarca 31 cuentas separadas discrecionales, fondos mixtos y fondos mutuos manejados por inversores orientados hacia el dólar estadounidense. La administración de las carteras que componen este universo utiliza como referencia una base mundial de bonos sin cobertura en dólares estadounidenses y no está sometida a restricciones monetarias o relacionadas con los mercados de bonos que tengan una importancia significativa.
- ^c El universo que se utiliza para comparar los resultados del mandato relativo a la cartera diversificada de renta fija es el universo básico de administradores de títulos de renta fija de Northern Trust, que incluye 217 administradores de inversiones centradas principalmente en inversiones estadounidenses de renta fija de buena calidad.
- ^d Actualmente no se dispone de ningún universo de administradores que pueda utilizarse para comparar los resultados del mandato relativo a los bonos indizados en función de la inflación.
- ^e El universo utilizado para comparar los resultados del mandato relativo a acciones de América del Norte es el universo básico de acciones de alta capitalización de Northern Trust, que incluye 181 administradores.
- ^f El universo utilizado para comparar los resultados del mandato relativo a las acciones de Europa es el universo de administradores de acciones europeas de Russell, que incluye 56 administradores.

45. Como se indica en el cuadro 8, la cartera de bonos públicos arrojó una diferencia negativa con respecto a su universo y obtuvo unos resultados (ligeramente) negativos en relación con su base de referencia en 2004 (en 2003 sus resultados habían sido positivos en comparación con su base de referencia y levemente negativos con respecto al universo de administradores). La cartera diversificada de renta fija tuvo unos resultados positivos en relación con su universo y su base de referencia en 2004 (en 2003 había arrojado unos resultados negativos en comparación con su universo, pero unos resultados positivos con respecto a su base de referencia). Por lo que se refiere a

las inversiones en acciones, las carteras de acciones de América del Norte y de Europa registraron una diferencia negativa frente a sus universos de administradores, si bien obtuvieron resultados positivos en comparación con sus bases de referencia (en 2003 las acciones de América del Norte habían registrado unos resultados positivos con respecto a su universo y a su base de referencia; sin embargo, el mandato relativo a las acciones de Europa había registrado resultados negativos en ambas comparaciones).

VIII. COMPOSICIÓN DE LA CARTERA

Composición de la cartera por instrumentos

46. En el cuadro 9 figura un análisis de la cartera en función del tipo de instrumentos que se incluyen en las dos categorías principales de la cartera de inversiones, a saber, las inversiones en renta fija y las acciones. En el anexo IX se ofrece un análisis de la cartera de renta fija desglosado por sus cuatro subcarteras.

**Cuadro 9: Composición de la cartera por tipo de instrumento,
al 31 de diciembre de 2004**
(en equivalente de miles de USD)

	Total de la cartera de renta fija	Total de la cartera de acciones	Cartera total	Cartera total a final de 2003
Efectivo ^a	146 695	4 465	151 160	244 012
Depósitos a plazo y otras obligaciones bancarias ^b	207 111	-	207 111	233 244
Bonos públicos mundiales	1 694 347	-	1 694 347	1 453 997
Valores con garantía hipotecaria	258 892	-	258 892	256 426
Valores respaldados por activos	96 436		96 436	88 510
Obligaciones de empresas	37 933	-	37 933	22 061
Acciones	-	278 475	278 475	253 306
Ganancias/(pérdidas) no realizadas del valor de mercado de contratos a plazo	(854)	(44)	(898)	191
Futuros	(1 224)	-	(1 224)	3 936
Opciones	(59)	-	(59)	(350)
Total parcial de efectivo e inversiones	2 439 277	282 896	2 722 173	2 555 333
Cobros pendientes por la venta de inversiones	39 506	670	40 176	31 433
Pagos pendientes por la compra de inversiones	(201 952)	(422)	(202 374)	(229 845)
Total	2 276 831	283 144	2 559 975	2 356 921

^a Incluye efectivo en monedas no convertibles por un monto equivalente a USD 332 000 (en 2003, USD 394 000).

^b Incluye depósitos a plazo en monedas no convertibles por un monto equivalente a USD 386 000 (en 2003, USD 400 000).

Composición de la cartera por monedas

47. La mayoría de los compromisos del FIDA están expresados en DEG. Por lo tanto, los activos totales del Fondo se mantienen de manera tal 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 dólares estadounidenses tienen una contrapartida en activos denominados en esa misma moneda.

48. 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 reponderación de la cesta.

49. El 29 de diciembre de 2000 se establecieron las nuevas unidades para cada una de las cuatro monedas que componen la cesta de valoración, que entraron en vigor el 1° de enero de 2001, de manera que el valor del DEG correspondiese exactamente a USD 1,30291 aplicando tanto las antiguas unidades como las nuevas. En el cuadro 10 se indican las unidades aplicables y los coeficientes de ponderación para cada moneda al 1° de enero de 2001 y al 31 de diciembre de 2004.

Cuadro 10: Unidades y coeficientes de ponderación aplicables a la cesta de valoración del DEG

Moneda	1° de enero de 2001		31 de diciembre de 2004	
	Unidades	Coefficiente de ponderación	Unidades	Coefficiente de ponderación
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
Total		100,0		100,0

USD: dólar estadounidense

EUR: euro

JPY: yen japonés

GBP: libra esterlina

50. Al 31 de diciembre de 2004, 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 3 085 939 000 (al 31 de diciembre de 2003 ascendían al equivalente de USD 2 817 778 000), como se indica en el cuadro 11.

Cuadro 11: Composición por monedas de los activos al 31 de diciembre de 2004
(en equivalente de miles de USD)

Grupo de monedas	Efectivo e inversiones ^a	Pagarés ^a	Cantidades por recibir de contribuyentes	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
Otros	62 821	49 716	65 438	177 975
Total	2 559 257	268 253	258 429	3 085 939

^a Incluye los activos en monedas libremente convertibles. Los activos excluidos, en monedas no convertibles, ascendían al equivalente de USD 718 000, en el caso del efectivo y las inversiones, y al equivalente de USD 1 399 000, en el caso de los pagarés.

51. Al 31 de diciembre de 2004, las tenencias de activos expresados en monedas no incluidas en la cesta de valoración del DEG ascendían al equivalente de USD 177 975 000 (al 31 de diciembre de 2003 ascendían al equivalente de USD 255 486 000). Estos activos se desglosan por grupo de monedas, como se indica en el cuadro 12.

Cuadro 12: Desglose de los activos por grupo de monedas al 31 de diciembre de 2004
(en equivalente de miles de USD)

Grupo 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	Total de las monedas correspondientes a cada grupo
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
Total	2 907 964	129 764	48 211	3 085 939

52. En el cuadro 13 se muestra la alineación de los activos, por grupo de monedas, con la composición de la cesta de valoración del DEG al 31 de diciembre de 2004. El saldo de la Reserva General al 31 de diciembre de 2004 y los compromisos para donaciones expresados en dólares estadounidenses en esa misma fecha ascendían a USD 95 000 000 y USD 69 149 000, respectivamente.

Cuadro 13: Alineación de los activos, por grupo de monedas, con la composición de la cesta de valoración del DEG al 31 de diciembre de 2004
(en equivalente de miles de USD)

Grupo de moneda	Cuantía de activos	Menos: compromisos denominados en USD	Cuantía de activos netos	Porcentaje de los activos netos al 31/12/2004	Composición porcentual de la cesta del DEG al 31/12/2004
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
Total	3 085 939	(164 149)	2 921 790	100,0	100,0

53. Al 31 de diciembre de 2004 había un déficit de tenencias del grupo del euro, que se compensaba gracias a cierto superávit de tenencias en yenes japoneses y libras esterlinas, y, en menor grado, de tenencias en dólares estadounidenses. Parte del déficit del grupo del euro se debió a las transacciones en divisas efectuadas hacia finales de año a los fines de los desembolsos para préstamos y donaciones. En el primer trimestre de 2005 se debía realizar un reajuste de las partidas monetarias en que se tendría en cuenta la cartera en tenencias hasta el vencimiento establecida en el mismo trimestre.

Vencimiento de las inversiones

54. En el cuadro 14 se ofrece información detallada sobre la composición de la cartera general de inversiones por plazo de vencimiento al 31 de diciembre de 2004, y una comparación con la composición al 31 de diciembre de 2003. El plazo medio de vencimiento al 31 de diciembre de 2004 era de siete años (al 31 de diciembre de 2003 era de siete años y once meses). La reducción del plazo medio de vencimiento de la cartera de inversiones en 2004 fue consecuencia de la menor duración de la cartera de bonos indizados en función de la inflación, puesta en práctica por el FIDA en junio de 2004 a fin de reducir el riesgo de posibles pérdidas en caso de alza de las tasas de interés.

Cuadro 14: Composición de la cartera de inversiones por plazo de vencimiento

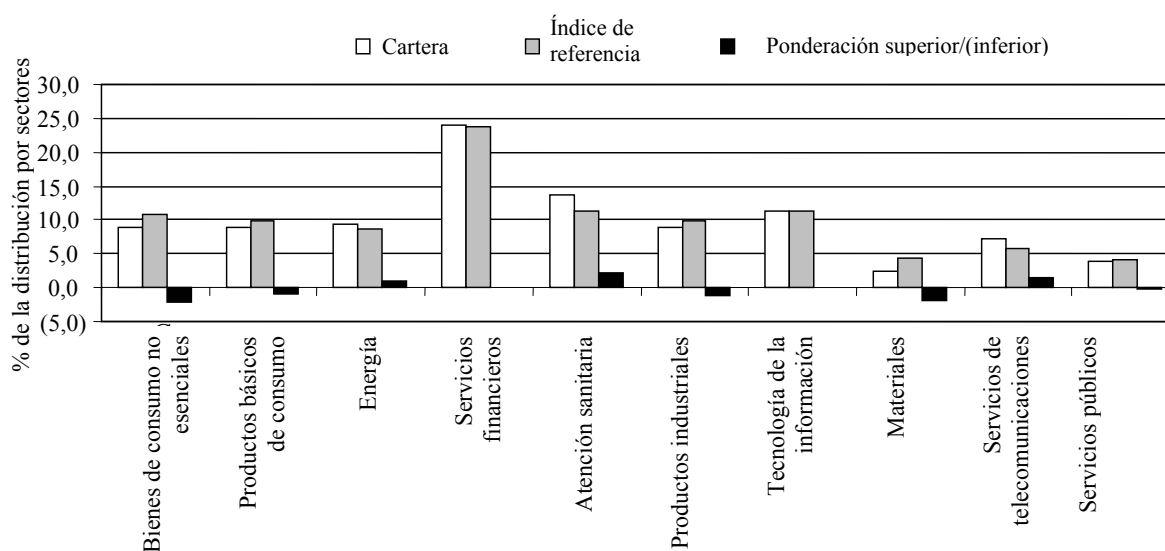
Período	31 de diciembre de 2004		31 de diciembre de 2003	
	Equivalente en miles de USD	%	Equivalente en miles de USD	%
Plazo de un año o menos	446 029	17,4	398 593	17,0
Plazo de uno a cinco años	1 200 969	46,9	1 032 801	43,8
Plazo de cinco a diez años	230 875	9,0	268 688	11,4
Plazo superior a diez años	403 947	15,8	403 840	17,1
Sin un plazo fijo de vencimiento ^a	278 155	10,9	252 999	10,7
Total	2 559 975	100,0	2 356 921	100,0

a Se refiere a las acciones, excluidos los dividendos por cobrar, los cuales ascienden a una cuantía de USD 319 000. En el cuadro 9 se indica el monto de las tenencias en acciones con inclusión de los dividendos por cobrar.

Distribución de la cartera de acciones por sectores

55. En el gráfico 1 se muestra la composición por sectores de la cartera total de acciones al 31 de diciembre de 2004, comparándola con la composición por sectores de la base de referencia agregada. La clasificación de los sectores es la utilizada en los dos índices de referencia de la cartera, es decir, Standard & Poor's 500 para las acciones de América del Norte, y MSCI para las de Europa.

Gráfico 1: Distribución por sectores de la cartera total de acciones al 31 de diciembre de 2004



56. Como se muestra en el gráfico 1, los tres sectores más importantes de la cartera total de acciones y de su base de referencia agregada eran los servicios financieros, la atención sanitaria y la tecnología de la información, que sumados representaban aproximadamente la mitad de la cartera y de su base de referencia agregada. Otros sectores importantes eran los bienes de consumo no esenciales, los productos básicos de consumo, la energía y los productos industriales. Al 31 de diciembre de 2004, la cartera total de acciones no registraba diferencias positivas o negativas importantes con respecto a la base de referencia agregada; el sector que mostraba una diferencia positiva más importante, un 2,2%, era el de la atención sanitaria.

57. En el cuadro 15 se muestra la distribución por sectores de las dos subcarteras, es decir, la de acciones de América del Norte y la de acciones de Europa, comparándola con la composición por sectores de sus bases de referencia respectivas.

Cuadro 15: Distribución por sectores de la cartera de acciones por subcartera al 31 de diciembre de 2004
(en porcentaje)

Sector	Acciones de América del Norte			Acciones de Europa			Cartera total de acciones		
	Cartera	Base de referencia	Ponderación superior/ (inferior)	Cartera	Base de referencia	Ponderación superior/ (inferior)	Cartera	Base de referencia	Ponderación superior/ (inferior)
Bienes de consumo no esenciales	9,5	11,5	(1,9)	7,8	10,0	(2,1)	8,8	10,9	(2,1)
Productos básicos de consumo	8,8	10,6	(1,7)	9,4	9,0	0,4	9,0	9,9	(0,9)
Energía	6,6	7,1	(0,4)	13,6	11,0	2,7	9,5	8,6	0,9
Servicios financieros	20,5	20,8	(0,3)	28,8	28,1	0,7	23,9	23,8	0,1
Atención sanitaria	14,4	12,8	1,6	12,6	9,4	3,2	13,6	11,4	2,2
Productos industriales	9,8	11,6	(1,7)	7,4	7,5	(0,2)	8,8	9,9	(1,1)
Tecnología de la información	17,0	16,1	0,8	2,7	4,1	(1,3)	11,2	11,2	0,0
Materiales	3,0	3,2	(0,1)	1,6	6,2	(4,6)	2,5	4,4	(1,9)
Servicios de telecomunicaciones	4,4	3,3	1,1	11,5	9,5	2,1	7,3	5,8	1,5
Servicios públicos	3,8	3,2	0,6	3,8	5,4	(1,6)	3,8	4,1	(0,3)
Efectivo	2,1	0,0	2,1	0,8	0,0	0,8	1,6	0,0	1,6
Total	100,0	100,0	0,0	0,8	0,0	0,8	1,6	0,0	1,6

58. Al 31 de diciembre de 2004 la cartera de acciones de América del Norte no mostraba casi ninguna diferencia con la base de referencia en muchos sectores. Se dio preferencia sobre todo a la atención sanitaria (+1,6%) y a los servicios de telecomunicaciones (+1,1%), que quedó compensada por la menor inversión en bienes de consumo no esenciales (-1,9%), productos básicos de consumo (-1,7%) y productos industriales (-1,7%).

59. La distribución por sectores de la cartera de acciones de Europa en el cuarto trimestre de 2004 mostraba una leve desviación respecto de su base de referencia. Se dio preferencia sobre todo a la atención sanitaria (+3,2%), la energía (+2,7%) y los servicios de telecomunicaciones (+2,1%), que quedó compensada por la menor inversión en materiales (-4,6%), bienes de consumos no esenciales (-2,1%) y servicios públicos (-1,6%).

Diversificación por países

60. En el cuadro 16 se muestra la diversificación de la cartera de inversiones por países en desarrollo, países desarrollados e instituciones de desarrollo, desglosada por instrumentos. Las asignaciones permanecieron prácticamente invariadas si se las compara con las de finales de 2003. El porcentaje para los países en desarrollo siguió siendo bajo, debido a que en 2002 se aplicó el requisito de una calificación mínima de AA- a las inversiones en renta fija. El porcentaje correspondiente a títulos de renta fija emitidos por países desarrollados aumentó un poco en 2004 puesto que parte de los fondos adicionales que se destinaron a la cartera de bonos indizados en función de la inflación procedían de inversiones en depósitos a plazo que abarcaban, entre otros, también a países en desarrollo. El porcentaje relativo a títulos de renta fija emitidos por instituciones de desarrollo subió levemente en comparación con finales de 2003.

Cuadro 16: Diversificación de la cartera de inversiones por países
(en equivalente de miles de USD)

31 de diciembre de 2004							
	Efectivo	Depósitos a plazo	Títulos de renta fija	Acciones ^a	Otros activos	Total	%
América Latina y el Caribe		-	-	-	-	-	-
África del Norte y el Cercano Oriente	-	25 453	-	-	-	25 453	1,0
África subsahariana		-	-	-	-	-	-
Asia Oriental y Meridional	332	386	-	-	-	718	0,0
Total parcial de los países en desarrollo	332	25 839	-	-	-	26 171	1,0
Países desarrollados	150 828	181 272	1 967 395	278 475	(164 379)	2 413 591	94,3
Instituciones internacionales de desarrollo	-	-	120 213	-	-	120 213	4,7
Total	151 160	207 111	2 087 608	278 475	(164 379)	2 559 975	100,0
31 de diciembre de 2003							
	Efectivo	Depósitos a plazo	Título de renta fija	Acciones ^a	Otros activos	Total	%
Países en desarrollo	394	48 342	-	-	-	48 736	2,1
Países desarrollados	243 618	184 902	1 712 794	253 306	(194 635)	2 199 985	93,3
Instituciones internacionales de desarrollo	-	-	108 200	-	-	108 200	4,6
Total	244 012	233 244	1 820 994	253 306	(194 635)	2 356 921	100,0

^a La atribución a los países o regiones se hace en función de la bolsa donde se hayan comprado las acciones correspondientes.

IX. MEDICIÓN DE LOS RIESGOS

61. La cartera de inversiones está sometida a las fluctuaciones de los rendimientos provocadas por la situación económica y el mercado. Desde siempre, las distintas clases de activos han mostrado niveles diferentes 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 31 de diciembre de 2004, la cartera de inversiones del FIDA mostraba una desviación típica del 1,8%, mientras que la prevista en la política de inversiones era del 2,0% (al 31 de diciembre de 2003 la desviación de la cartera de inversiones era del 2,1% y la prevista en la política de inversiones del 2,4%).

62. El valor sujeto a riesgo es la medida del riesgo que emplea el FIDA para calcular la cantidad máxima que la cartera podría perder en un periodo de tres meses, con un nivel de confianza del 95%. En el cuadro 17 se presenta el valor sujeto a riesgo de la cartera efectiva del FIDA y el previsto en su política de inversiones. Al 31 de diciembre de 2004, tanto la política como la cartera de inversiones mostraban un valor sujeto a riesgo inferior al de finales del año anterior, lo que indica la reducción de los riesgos en 2004 en ambos casos. Esto obedeció fundamentalmente a la menor duración de la cartera de bonos indizados en función de la inflación, que redujo el riesgo de posibles pérdidas en caso de alza de las tasas de interés, pero también a que últimamente los mercados financieros habían mostrado una volatilidad algo menor.

Cuadro 17: Valor sujeto a riesgo
(plazo de la previsión: tres meses; nivel de confianza: 95%)

Fecha	Cartera de inversiones		Política de inversiones	
	Valor sujeto a riesgo (%)	Cantidad en miles de USD	Valor sujeto a riesgo (%)	Cantidad en miles de USD
31 de diciembre de 2004	1,5	38 400	1,7	43 500
30 de septiembre de 2004	1,5	36 900	1,7	40 700
30 de junio de 2004	1,8	41 600	1,9	43 900
31 de marzo de 2004	1,7	40 400	2,0	48 200
31 de diciembre de 2003	1,7	40 800	2,0	46 700
30 de septiembre de 2003	1,7	39 000	2,0	46 200
30 de junio de 2003 ^a	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 ^b	1,8	38 100	2,4	50 300
30 de septiembre de 2002 ^b	2,1	42 500	2,4	49 100
30 de junio de 2002 ^b	2,5	49 000	2,4	46 800
31 de marzo de 2002 ^b	2,9	54 700	2,4	45 700
31 de diciembre de 2001	5,5	105 100	6,2	119 100

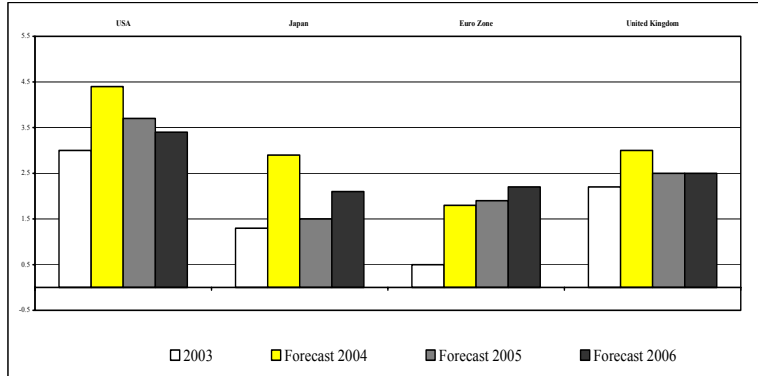
^a La sustitución del custodio general del FIDA se produjo el 1° de abril de 2003. Por consiguiente, las variaciones del valor sujeto a riesgo entre el 31 de marzo de 2003 y el 30 de junio de ese mismo año obedecen a algunas diferencias metodológicas en los cálculos del valor sujeto a riesgo hechos por los dos custodios que en esas fechas prestaban los servicios de medición de riesgo.

^b La actual política de inversiones del FIDA empezó a aplicarse en 2002, a excepción de la clase de activos constituida por bonos indexados en función de la inflación. Las variaciones del valor sujeto a riesgo en la *cartera de inversiones* durante 2002 obedecen a la aplicación gradual de la actual política de inversiones. El valor sujeto a riesgo de la *política de inversiones* refleja la actual política de inversiones a partir del 31 de marzo de 2002.

63. Como también se muestra en el cuadro 17, al 31 de diciembre de 2004 el valor sujeto a riesgo de la cartera de inversiones seguía siendo inferior al previsto en la política de inversiones para esa misma fecha, lo que indica que el riesgo de la cartera era inferior al previsto en la política. El menor riesgo de la cartera se explica en parte porque el porcentaje de efectivo asignado fue levemente superior al previsto en la política. Además, el valor sujeto a riesgo de todas las clases de activos administrados externamente que contiene la cartera de inversiones, es decir, bonos públicos, cartera diversificada de renta fija, bonos indexados en función de la inflación y acciones, fue inferior o muy parecido al previsto en la política, lo que indica que los administradores externos de las inversiones del FIDA asumieron riesgos iguales o inferiores a los implícitos en sus respectivos índices de referencia, con respecto a todas las clases de activos

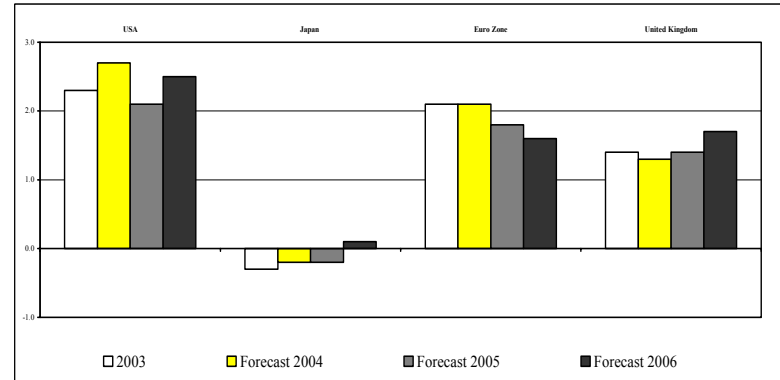
KEY ECONOMIC INDICATORS

Figure 1: Percent Change in Real GDP



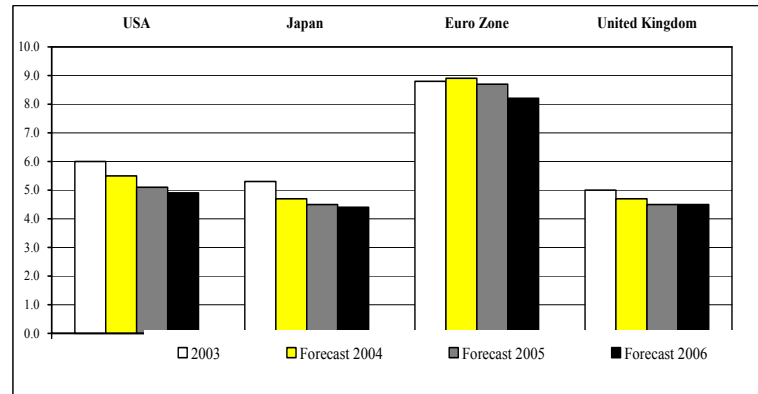
Source: J.P. Morgan ("MorganMarkets" at 15 December 2004)

Figure 2: Consumer Prices - Annulized Rates



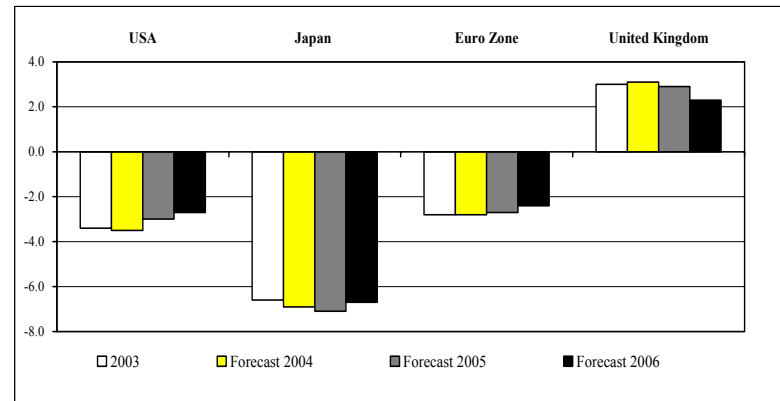
Source: J.P. Morgan ("MorganMarkets" at 15 December 2004)

Figure 3: Unemployment Rate - Annual Average



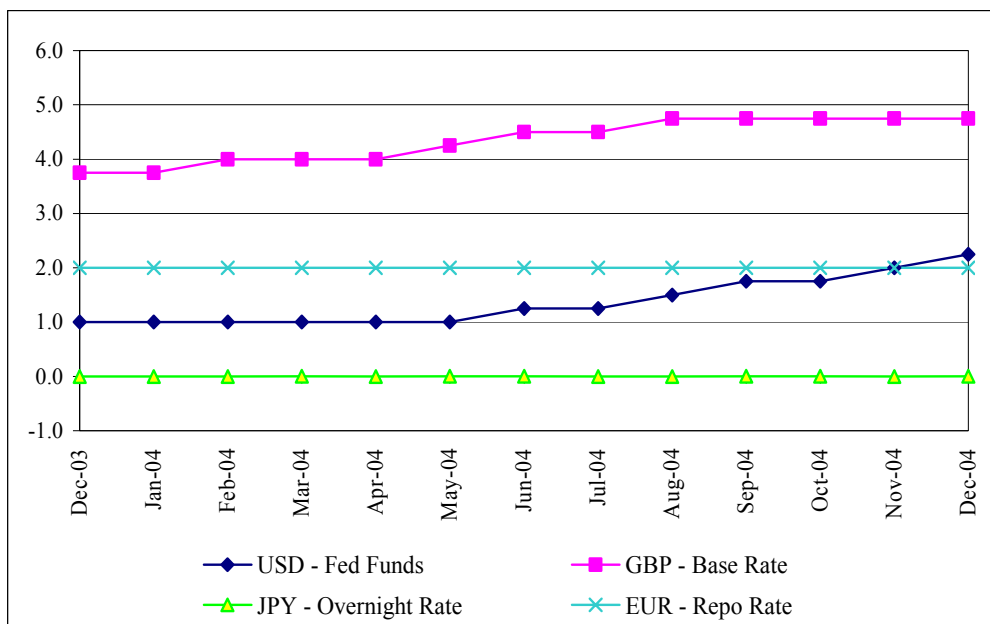
Source: J.P. Morgan ("MorganMarkets" at 15 December 2004)

Figure 4: Budget Deficits and Surpluses as Percent of GDP



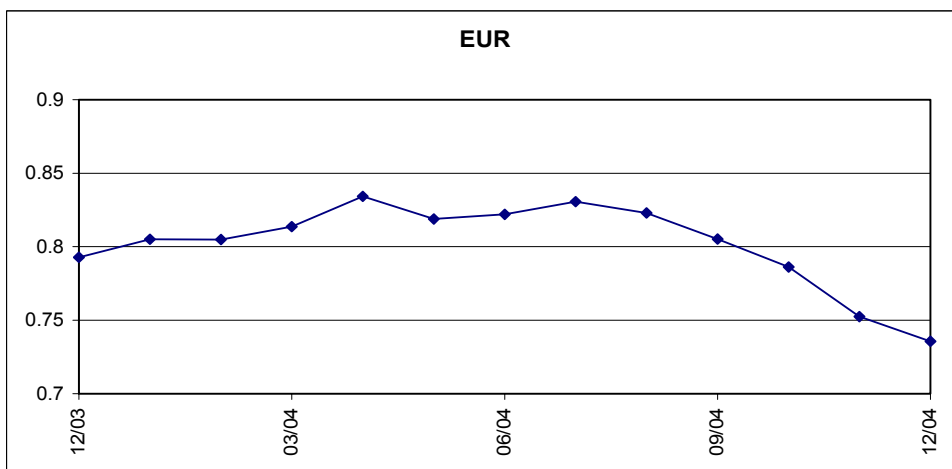
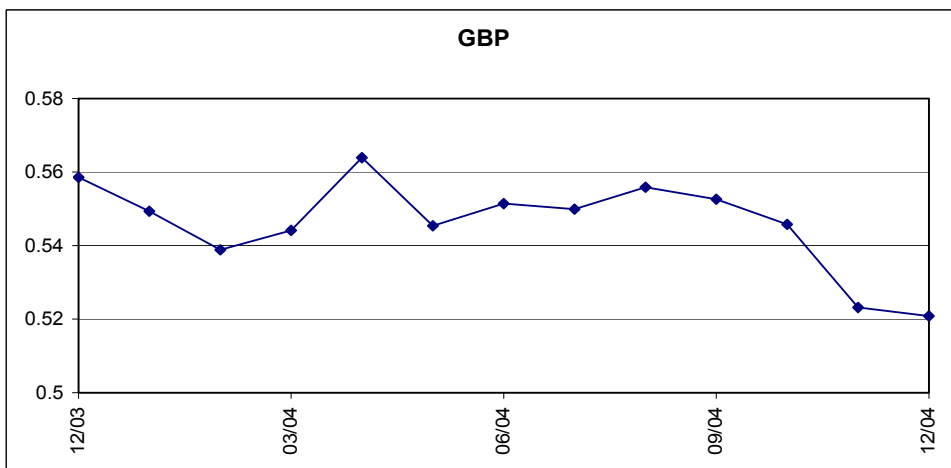
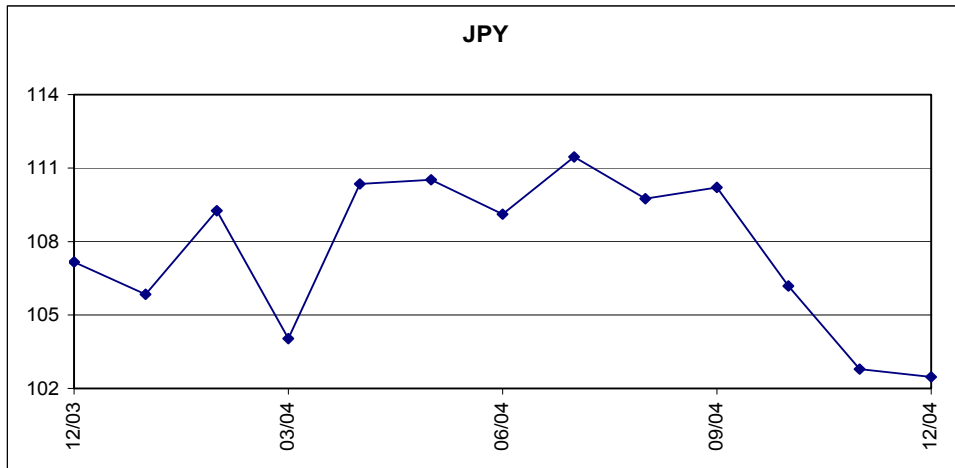
Source: J.P. Morgan ("World Financial Markets" at 15 December 2004)

CENTRAL BANK INTEREST RATES



Source: Bloomberg

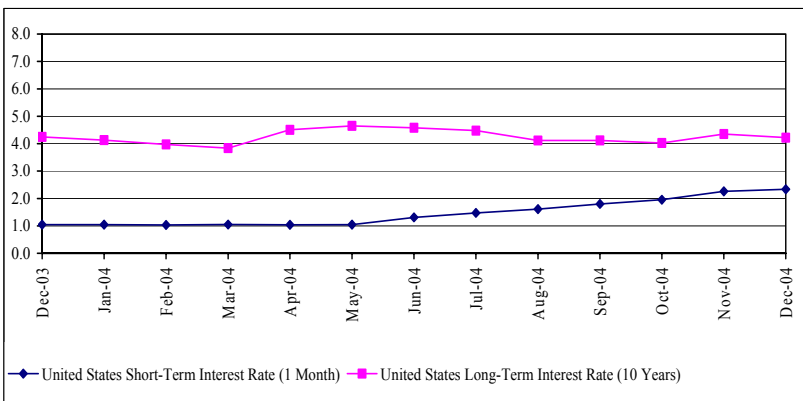
VALUE OF THE UNITED STATES DOLLAR AT MONTH-END EXCHANGE RATES



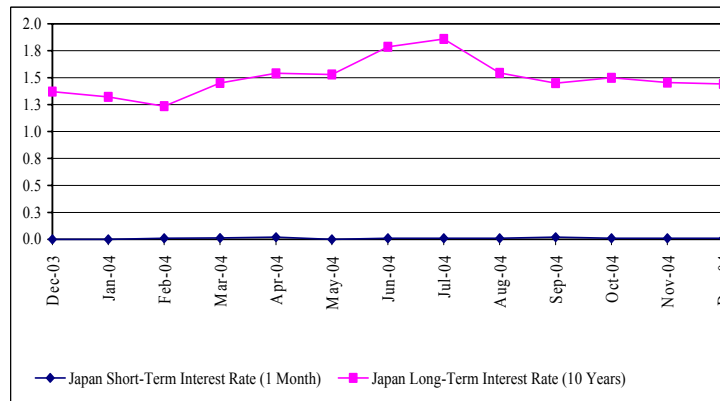
Source: Northern Trust

SHORT- AND LONG-TERM INTEREST RATES

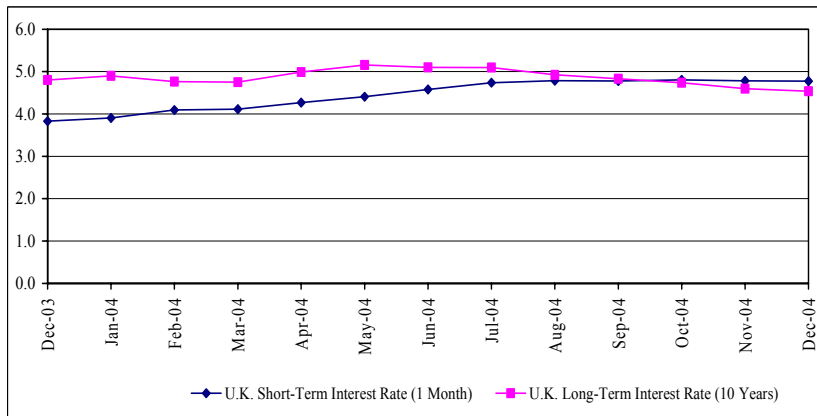
United States



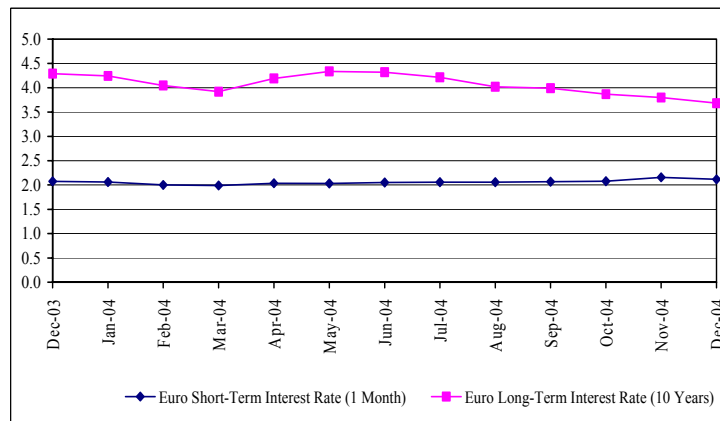
Japan



United Kingdom



Euro Zone



Source: Bloomberg

**GOVERNMENT BOND RETURNS PER COUNTRY INCLUDED
IN THE CUSTOMIZED JP MORGAN GLOBAL GOVERNMENT BOND INDEX¹**
(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 ³	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 ²⁾	0.96	1.68	(0.96)	1.83	3.53	2.88

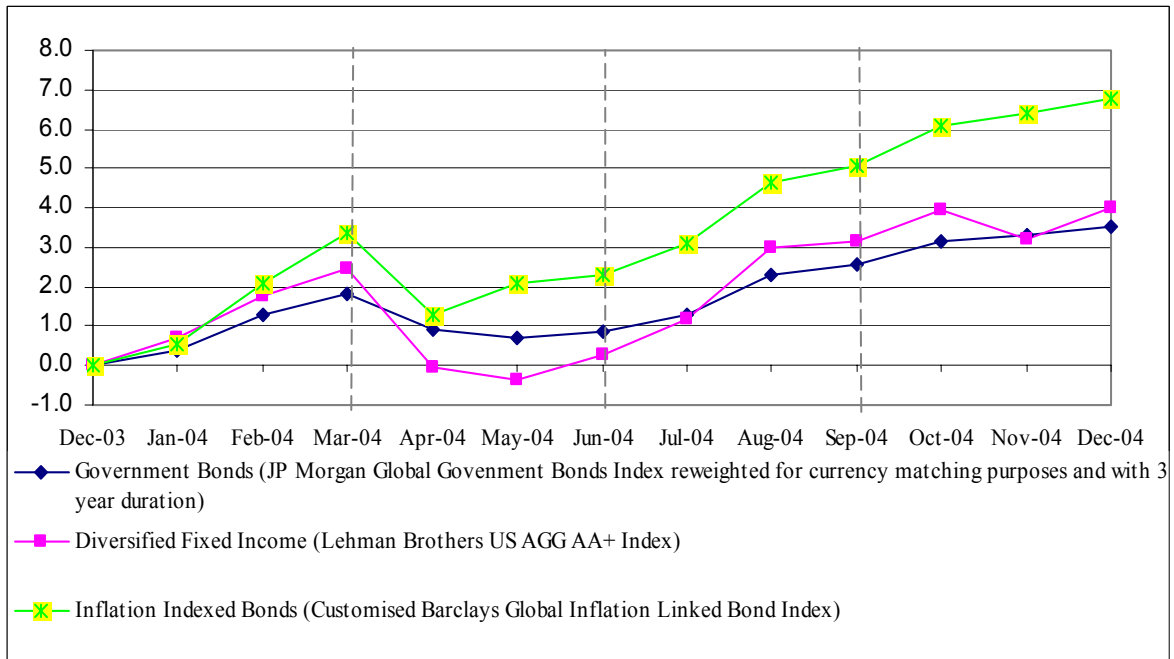
¹ The index had a customized duration of approximately three years as of 1 October 2003. Index duration was approximately six years in the first nine months to 30 September 2003.

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

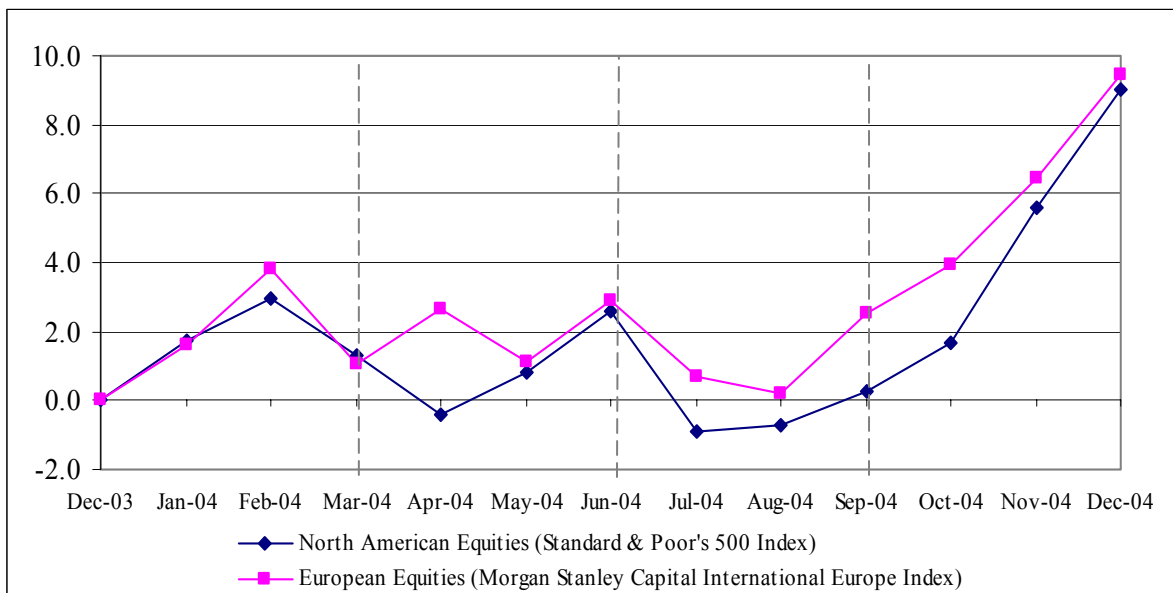
³ Not included in the customized JP Morgan index in fourth quarter 2004.

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
Opening balance (31 December 2003)	156 618	99 468	256 086
Net investment income	13 795	9 991	23 786
Transfers due to allocation ^a	(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
Closing balance (31 December 2004)	168 123	115 021	283 144
Actual allocation (%)	59.4	40.6	100.0

^a Transfers from the equities portfolio reflect the repatriation of dividends to the internally managed portfolio.

ANEXO VIII

GROSS INCOME 1997-2004^a
(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
Total Gross Income	115 239	113 477	34 050	(32 497)	(36 441)	204 609	196 184	170 528

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
Total Gross Income	90 061	65 759	116 531	60 647	99 513	(31 766)	213 827	179 557

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	-
Total Gross Income	25 178	47 718	(82 497)	(93 144)	(135 954)	236 375	(17 643)	(9 029)

^a 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)**

	Internally Managed Portfolio	Government Bonds Portfolio	Diversified Fixed- Interest Portfolio	Inflation- Indexed Bonds Portfolio	Total Fixed- Interest Portfolio 31.12.2004
Cash ^a	57 436	47 103	22 503	19 653	146 695
Time deposits and other obligations of banks ^b	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)
Subtotal cash and investments	147 674	1 155 549	667 868	468 186	2 439 277
Receivables for investment sold	(153)	-	17 000	22 659	39 506
Payables for investments purchased	-	-	(180 694)	(21 258)	(201 952)
Total	147 521	1 155 549	504 174	469 587	2 276 831

^a Includes cash in non-convertible currencies amounting to USD 332 000 (2003 – USD 394 000).

^b 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 third quarter 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)

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

^a Transfers from the equity portfolio reflect the repatriation of dividends.

^b 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^a
(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)
Overall portfolio	46 490	62 172	108 662	107 962	26 186	(42 982)	(47 850)	194 469	187 899	163 940

^a 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
Subtotal: gross investment income	25 863	22 895	48 758
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	-	-	-
Net investment income	24 132	22 358	46 490

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
Subtotal: gross investment income	945	13 106	5 113	6 699	25 863
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	-	-	-	-	-
Net investment income	927	12 339	4 473	6 393	24 132

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
Subtotal: gross investment income	15 549	7 346	22 895
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	-	-	-
Net investment income	15 312	7 046	22 358

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)
Total fixed-interest portfolio	1.01	1.08	(0.07)	4.15	4.08	0.07
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
Total equities portfolio	8.78	7.93	0.85	9.76	9.16	0.60
Overall portfolio gross rate of return	1.83	1.82	0.01	4.74	4.62	0.12
Less expenses	(0.07)	(0.07)	0.00	(0.20)	(0.20)	0.00
Overall portfolio net rate of return	1.76	1.75	0.01	4.54	4.42	0.12

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 4th quarter outperformance generated by the North American equities portfolio was mostly due to positive stock selection.