



VBA SE VOIT ACCORDER UN MANDAT DE GESTION DE PETITES CAPITALISATIONS AMÉRICAINES DE 100 MILLION DE DOLLARS AMÉRICAINS DE LA SOCIÉTÉ CANADIENNE DES POSTES

LA DIVISION DE GESTION, ACTIONS AMÉRICAINES À FAIBLE CAPITALISATION BOURSÈRE SE VOIT ACCORDER UN MANDAT DE GESTION

VBA est extrêmement fière d'annoncer l'obtention du plus important contrat de son histoire depuis ses débuts voilà 19 ans. La recherche d'une firme d'investissement par Postes Canada pour la gestion d'un mandat d'actions américaines à faible capitalisation boursière a été un processus très compétitif, alors que VBA s'est avérée la seule firme de gestion de titres américains à faible capitalisation boursière basée au Canada à être invitée à participer à la finale de ce processus. Le fait que nous ayons maintenu des résultats de performance d'investissement remarquables et que nous soyons un gestionnaire d'investissement spécialisé dans les petites capitalisations ont certainement été d'importants facteurs qui nous ont permis d'obtenir cette nomination.

RENDEMENTS DE VBA – MARCHÉ AMÉRICAIN

J'ai de nouveau le plaisir de vous annoncer les rendements remarquables de la division de gestion d'actions américaines à faible capitalisation boursière.

Le Fonds composé de caisses de retraite de VBA – marché américain pour la période se terminant le 31 décembre 2009 se classe :

- dans le 17^e percentile sur neuf ans,
- dans le 16^e percentile sur cinq ans,
- dans le 4^e percentile sur trois ans, et
- dans le 48^e percentile sur un an

Le tableau ci-dessous indique les rendements du Fonds composé de caisses de retraite de VBA – marché américain pour la période terminée le 31 décembre 2009, comparativement à ceux de l'indice des titres à faible capitalisation Russell 2000 et de l'indice S&P 500.

**Fonds composé de caisses de retraite de VBA – marché américain
Taux de rendement totaux annualisés pour les périodes supérieures à un an
(au 31 décembre 2009)
(en dollars US)**

	3 mois (%)	Cumul annuel à ce jour (%)	1 an (%)	2 ans (%)	4 ans (%)	5 ans (%)	7 ans (%)	8 ans (%)	9 ans (%)	Début le 30/juin/2000
Fonds composé de caisses de retraite de VBA	4,25	35,30	35,30	-1,20	5,93	5,72	10,61	8,28	9,90	10,84
Indice Russell 2000	3,87	27,17	27,17	-8,24	-0,48	0,51	8,65	4,49	4,27	3,38
Indice S&P 500	6,04	26,46	26,46	-10,74	-0,67	0,42	5,52	1,60	0,00	-0,95
Valeur ajoutée (portefeuille moins l'Indice Russell 2000)	0,38	8,13	8,13	7,04	6,41	5,21	1,96	3,79	5,63	7,46

Note : Van Berkom et Associés Inc., entité inscrite auprès des commissions des valeurs mobilières du Québec, de la Nouvelle-Écosse, de l'Ontario, de l'Alberta et de la Colombie-Britannique à titre de gestionnaire de portefeuille et auprès de la Securities and Exchange Commission (États-Unis) à titre de conseiller en placement, a préparé et présenté ce rapport conformément aux normes de présentation des données du Global Investment Performance Standards (« GIPS ») du CFA Institute. Le CFA Institute n'a pas été engagé dans la préparation ni la révision de ce rapport. Au 31 décembre 2009, le Fonds composé de caisses de retraite de VBA – marché américain («Fonds composé de caisses de retraite») totalisait 301,77 millions de dollars US en titres à faible capitalisation boursière, soit 100,0 % de l'actif US géré et 34,0 % de l'actif total géré par la firme. Le Fonds composé de caisses de retraite de VBA – marché américain comprend huit importantes caisses de retraite. Une liste complète des fonds composés de la firme, accompagnée d'une description de chacun d'eux, est disponible.



RENDEMENTS COMPARATIFS EN REGARD DE CEUX DE L'UNIVERS DES GESTIONNAIRES DE TITRES AMÉRICAINS À FAIBLE CAPITALISATION BOURSIÈRE DU *RUSSELL INVESTMENT GROUP*

Vous trouverez ci-joint les rendements comparatifs du Fonds composé de caisses de retraite de VBA – marché américain en regard de ceux de l'Univers des gestionnaires de titres américains à faible capitalisation boursière du *Russell Investment Group*. Vous trouverez également ci-joint un diagramme comparant le rendement ajusté pour le risque du Fonds composé de caisses de retraite – marché américain à ceux de 177 portefeuilles de placement évalués par *BNY Mellon Asset Servicing*.

COMPTE-RENDU ET PERSPECTIVES DES ACTIONS AMÉRICAINES À FAIBLE CAPITALISATION BOURSIÈRE

Veillez trouver ci-joint le compte-rendu de notre performance et les perspectives des actions américaines à faible capitalisation boursière du quatrième trimestre de 2009.

Si vous désirez de plus amples renseignements sur VBA et la division de gestion d'actions américaines à faible capitalisation boursière, n'hésitez pas à communiquer avec moi en tout temps au 1 888 VBA-5759, poste 223 ou au (514) 985-5759, poste 223, ou avec Mathieu Sirois, au poste 237 ou par courrier électronique à contact@vbassociates.com. Nous vous invitons également à consulter notre site web à l'adresse suivante : www.vbassociates.com.

Veillez agréer l'expression de mes sentiments les meilleurs.

Le président et chef de la direction,

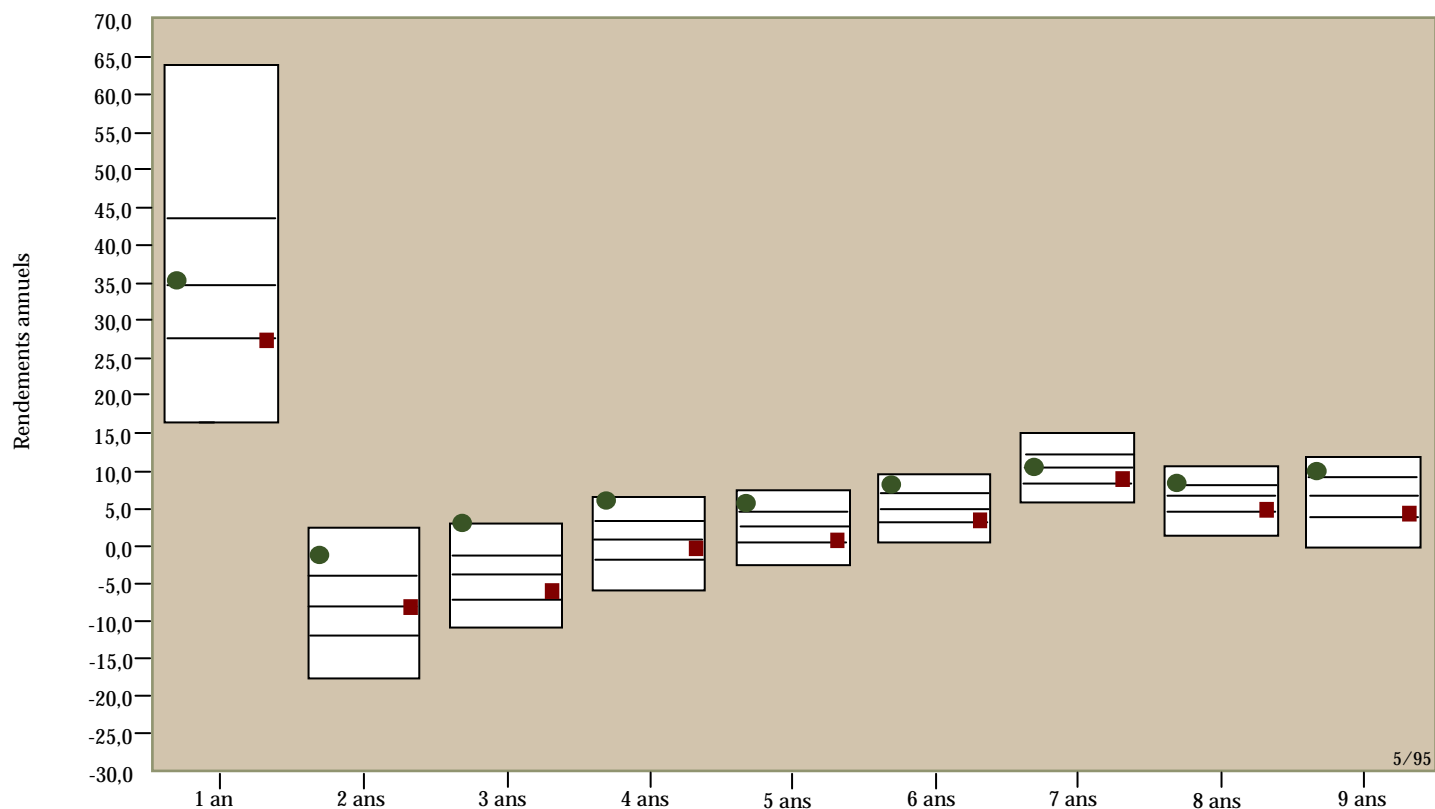
J. Sebastian van Berkomp

FONDS COMPOSÉ DE CAISSES DE RETRAITE DE VBA – MARCHÉ AMÉRICAIN – UNIVERS RUSSELL INVESTMENT GROUP



Univers d'actions à faible capitalisation

Taux de rendement pour les périodes se terminant le 31 décembre 2009



	Valeur	%tile	Valeur	%Tile	Valeur	%tile	Valeur	%tile	Valeur	%tile	Valeur	%tile	Valeur	%tile	Valeur	%tile		
5 ^e percentile	63,9		2,3		2,8		6,3		7,2		9,4		15,1		10,6		11,6	
25 ^e percentile	43,7		-3,9		-1,2		3,3		4,6		7,0		12,1		8,2		9,0	
Médiane percentile	34,7		-8,0		-3,8		0,8		2,5		5,0		10,3		6,5		6,6	
75 ^e percentile	27,3		-11,9		-6,9		-1,7		0,3		3,1		8,3		4,6		3,9	
95 ^e percentile	16,6		-17,3		-11,0		-5,8		-2,6		0,4		6,0		1,5		-0,3	
# de portefeuilles	383		367		310		310		278		250		227		192		177	
● Fonds composé de VBA	35,3	48	-1,2	14	3,1	4	5,9	7	5,7	16	8,2	13	10,6	47	8,3	24	9,9	17
■ Indice Russell 2000	27,2	76	-8,2	53	-6,1	70	-0,5	65	0,5	72	3,3	73	8,7	72	4,5	78	4,3	73

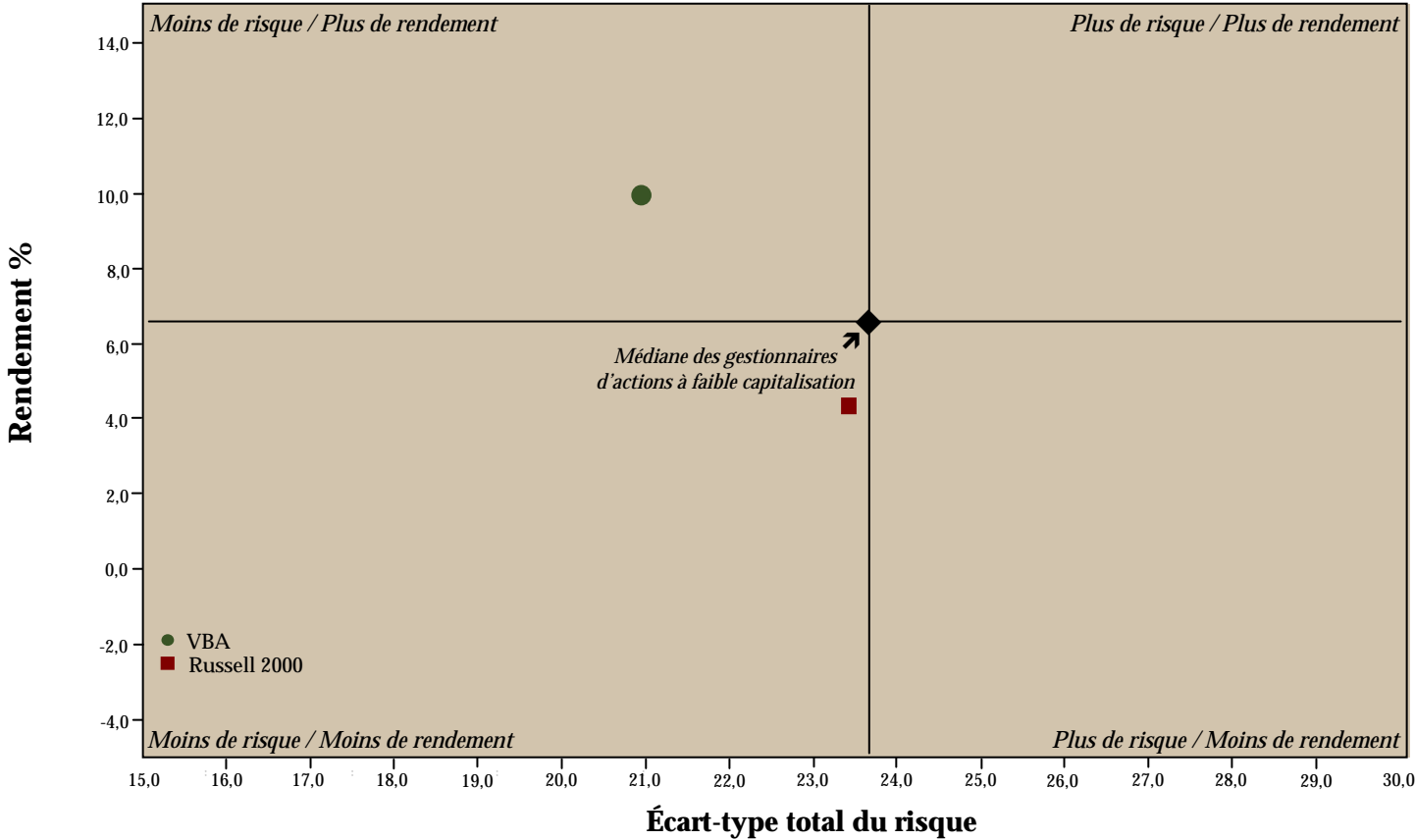
Source de l'Univers : Russell Investment Group

PERFORMANCE DU FONDS COMPOSÉ DE VBA – MARCHÉ AMÉRICAIN PAR RAPPORT À L'UNIVERS RUSSELL INVESTMENT GROUP



Univers d'actions à faible capitalisation

Période de 9,0 ans se terminant le 31 décembre 2009



168 portefeuilles

Source de l'Univers : Russell Investment Group



COMPTE-RENDU ET PERSPECTIVES DES ACTIONS AMÉRICAINES À FAIBLE CAPITALISATION BOURSIÈRE

Durant cette période des Fêtes habituellement joyeuse pour tout le monde, y compris les investisseurs, nous ne sommes pas surpris d'assister à une reprise boursière d'une telle ampleur en fin d'année, puisque c'est ce qui se produit habituellement lorsque le marché connaît une année aussi vigoureuse. En fait, on pourrait croire que les festivités durent depuis près de dix mois maintenant tant la remontée en flèche du marché boursier, que l'on observe depuis les creux atteints au mois de mars dernier, s'est effectuée de manière uniforme, continue et pratiquement sans interruption. Il est ainsi fascinant d'observer des niveaux d'optimisme aussi élevés après les nombreuses difficultés auxquelles les investisseurs s'étaient heurtés un an auparavant à cette période.

Le dernier trimestre de l'année a tout simplement été le prolongement du même mouvement d'enthousiasme qui a animé cette année très inhabituelle, quoiqu'à un rythme plus modéré. En fait, depuis le mois de mars 2009, les investisseurs se sont tellement habitués aux hausses rapides des principaux indices de référence aux États-Unis, mois après mois, que le rendement du marché durant ce trimestre, même s'il a tout de même été très bon en regard des normes historiques, a paru un peu terne. Les catalyseurs du prolongement de cette hausse du marché boursier sont demeurés essentiellement les mêmes : les bénéfices des sociétés qui ont, de manière généralisée, largement dépassé une fois de plus les attentes, et les signes soutenus de reprise économique dans la plupart des secteurs de l'économie. Les investisseurs n'ont pas semblé vraiment préoccupés du fait que le rendement supérieur des bénéfices des sociétés a été encore une fois attribuable en grande partie aux mesures de réduction des coûts mises en oeuvre par pratiquement toutes les sociétés, dans un environnement marqué par une piètre croissance des revenus et une faible demande des utilisateurs finaux. Les participants au marché n'ont pas non plus accordé beaucoup d'importance au fait que les chiffres élevés du produit intérieur brut (« PIB ») des États-Unis au troisième trimestre avaient beaucoup à voir avec des mesures de stimulation ponctuelles et non récurrentes qui découlaient en grande partie des innombrables initiatives continues du gouvernement visant à soutenir l'économie, notamment ses efforts dirigés vers les secteurs en difficulté de l'automobile et de l'habitation. Par ailleurs, un des aspects dont il a été peu question et qui se cache derrière la vigueur des chiffres du PIB au troisième trimestre est la forte baisse du taux d'épargne des ménages. Cette diminution alimente une hausse des dépenses des consommateurs à court terme, mais constitue en soi un signe inquiétant et ne contribue pas tellement à rétablir la santé et la discipline financières des consommateurs à long terme.

Même si l'indice Russell 2000 a mis un point d'exclamation en décembre à cette reprise monstre des titres spéculatifs, avec une hausse stupéfiante de 8 %, surpassant ainsi considérablement l'indice S&P 500 pour le mois, ce redressement marqué du rendement relatif n'a pas été suffisant pour permettre aux titres des sociétés à faible capitalisation boursière de générer un rendement supérieur à celui des sociétés à forte capitalisation au cours de ce dernier trimestre de l'année. Après avoir sérieusement traîné de l'arrière durant cette robuste reprise du marché depuis le 9 mars dernier, les sociétés à forte capitalisation ont repris du terrain durant cette plus récente période. Nous croyons que les investisseurs ont retrouvé de l'intérêt pour les titres des sociétés à forte capitalisation boursière du fait que leurs évaluations boursières étaient devenues relativement attrayantes après avoir enregistré des contre-performances importantes pendant plusieurs mois durant ce marché haussier, et parce que les bénéfices de ces sociétés ont beaucoup mieux tenu le coup tout au long de 2009 que ceux de leurs homologues de moindre envergure. En outre, en raison de signaux mitigés quant à la vigueur de cette reprise économique et de certaines nouvelles préoccupations à l'égard de la direction que prendront les marchés dans l'avenir, les investisseurs ont semblé trouver plus réconfortant de rediriger une partie de leurs capitaux vers des actions de sociétés de forte capitalisation plus sûres et moins dépendieuses.

Pour l'ensemble de 2009, les titres des sociétés à faible capitalisation boursière ont toutefois réussi à surpasser de peu ceux à forte capitalisation dans ce qui s'est avéré être une course divertissante en montagnes russes entre les deux catégories. On ne devrait pas se surprendre de cette performance supérieure pour les titres de faible capitalisation puisque 2009 a sans contredit été une année fructueuse



et stimulante pour la prise de risques. Après avoir été enterrées vivantes en 2008, les transactions à risque élevé ont effectué un retour marqué depuis le printemps dernier. En règle générale, plus vous avez pris de risques en tant qu'investisseur en 2009, plus vous avez fait d'argent. Ainsi, les placements de loin les plus fructueux ont été effectués dans des titres de sociétés américaines à très faible capitalisation et de moindre qualité, dans des titres de créance à rendement élevé et à haut risque, dans les marchés émergents et dans la plupart des produits de base. En 2009, nous avons assisté à une véritable ruée mondiale sur les titres spéculatifs dans l'ensemble des pays et des catégories d'actifs, très similaire à ce que nous avons connu la dernière fois en 2003. Au cours de la dernière année, c'est en maximisant leur niveau de risque que la plupart des investisseurs ont pu maximiser leurs rendements.

La principale différence pour nous aura été que contrairement à 2003, nous sommes parvenus à surpasser par une marge considérable aussi bien la performance de l'indice Russell 2000 que celle de l'indice S&P 500 pour l'ensemble de l'année ainsi que depuis le creux atteint par le marché le 9 mars dernier. En fait, l'année qui vient de prendre fin s'est avérée être la meilleure de notre histoire au chapitre des rendements absolus et l'une de nos plus fructueuses relativement aux grands indices américains, une réalisation très inhabituelle pour nous dans ce type d'environnement de marché. Ainsi, au cours de cette plus importante reprise à avoir eu lieu à l'intérieur d'une même année depuis plus de 75 ans (soit depuis l'époque de la Grande Dépression), notre portefeuille a enregistré une hausse stupéfiante de 92 % depuis le creux du marché atteint le 9 mars dernier, surpassant largement le rendement total de 84 % de l'indice Russell 2000 et le rendement de 67 % enregistré par l'indice S&P 500 durant cette même période. Bien que ce marché haussier ait été vraiment spectaculaire et bien au-delà des attentes les plus folles de la plupart des analystes, lorsque l'on remet les choses en perspective, il reste que l'ensemble des principaux indices américains demeurent tout de même à des niveaux d'environ 26 à 30 % inférieurs à leur sommet de 2007. Cependant, l'ampleur de cette reprise boursière a été ahurissante, alors qu'environ 10 % des titres composant l'indice S&P 500 et 18 % de ceux composant l'indice Russell 2000 ont doublé de valeur en 2009.

Au sein de la catégorie des sociétés américaines à faible capitalisation boursière, comme nous l'avons répété tout au long de l'année, ce sont les titres les plus cycliques, de moindre qualité et de très faible capitalisation qui ont généré les meilleurs rendements par une large marge durant cette période de reprise. Nous sommes donc particulièrement ravis d'avoir ajouté environ 800 points de base de valeur par rapport à l'indice Russell 2000 dans cette conjoncture de marché qui nous est habituellement très peu avantageuse. Les facteurs qui nous ont permis de réaliser ce surrendement en 2009 ont été expliqués dans nos comptes rendus des trimestres précédents : une sélection rigoureuse de titres; un portefeuille dont l'évaluation boursière est inférieure à celle de l'ensemble des principaux indices de référence aux Etats-Unis; le maintien d'un bon équilibre entre des titres défensifs et ceux dont la performance est plus directement liée à l'évolution de l'économie; ainsi que l'ajout au portefeuille, durant la période entourant le creux du marché, de plusieurs titres de grande qualité qui ont grandement contribué à notre rendement cette année. Nos deux meilleurs titres de l'année ont été ceux des sociétés *Tempur-Pedic International Inc.* et *Sotheby's*, deux entreprises de grande qualité et véritables chefs de file dans leur marché respectif qui se trouvent également à avoir été parmi nos titres ayant été les plus touchés au cours de l'année précédente. Cependant, ces deux sociétés ont démontré qu'elles étaient des entreprises très bien gérées; ainsi, nos clients n'ont subi aucune destruction permanente de valeur, et les titres de ces sociétés avaient tout simplement réagi de manière exagérée au recul du marché en 2008. Grâce à leur excellent modèle d'affaires, à l'amélioration des perspectives de leurs secteurs d'activité respectifs, à leur coefficient bêta élevé, à leur performance plus tributaire de l'évolution de l'économie et à leur appréciation en début de cycle, ces titres ont très fortement rebondi en 2009 pour faire partie des titres favoris que les investisseurs cherchaient à inclure dans leur portefeuille au cours de cette reprise. De plus, comme nous l'avons mentionné lors du trimestre précédent, notre performance a été fortement rehaussée grâce à l'apport de titres récemment acquis qui ont été ajoutés au portefeuille vers la fin de l'année précédente et au cours de la dernière année; ainsi, 9 des 20 meilleurs titres dans notre portefeuille en 2009 ont été récemment acquis en période de marché baissier.

Plus particulièrement, deux événements distincts, dont nous aimerions traiter de manière plus approfondie, ont contribué à notre performance durant ce quatrième trimestre : une transaction impliquant une société de financement par capitaux propres et la réforme de la santé aux États-Unis. D'une part, nos rendements ont fortement bénéficié, durant le trimestre de décembre, de l'annonce de l'acquisition d'une société dont le titre comptait parmi les dix plus importants de notre portefeuille, soit celui de la société *IMS Health Incorporated* (« IMS Health »), l'un des plus gros fournisseurs de données, de renseignements et de rapports d'analyse destinés à l'industrie des produits pharmaceutiques. Après avoir eu des discussions avec plusieurs firmes de financement par capitaux propres au cours des semaines précédentes, la société a été finalement acquise en contrepartie d'une prime considérable par deux de ces joueurs financiers. Par conséquent, le titre a progressé d'environ 37 % au cours de ce plus récent trimestre, en grande partie à cause de la prime d'acquisition versée sur ce titre. Fait intéressant, cette opération d'une valeur totale de 5,2 milliards de dollars était la plus importante transaction à être réalisée par une société de financement par capitaux propres sur le marché boursier américain depuis mai 2008. Nous sommes donc privilégiés de nous être retrouvés parmi les rares bénéficiaires en 2009 de ce genre de transactions financières qui étaient pourtant nombreuses avant l'effondrement du marché, mais qui ont pratiquement disparu durant la dernière crise du crédit. Comme nous l'avons écrit par le passé, les titres que nous détenons dans notre portefeuille, de part notre philosophie d'investissement, sont des sociétés de grande qualité, qui possèdent des avantages concurrentiels durables, génèrent de robustes flux de trésorerie disponibles et produisent des rendements du capital élevés, qui affichent un bilan solide et se négocient à rabais par rapport à leur valeur intrinsèque, et qui constituent ainsi habituellement des cibles d'acquisition intéressantes aux yeux des joueurs financiers. Le titre d'IMS Health, que nous avons ajouté à notre portefeuille en toute fin d'année 2008, durant l'un des pires moments du dernier marché baissier, possédait tous les meilleurs attributs financiers et qualificatifs, mais se négociait à un rabais considérable par rapport à sa valeur intrinsèque en raison d'une conjoncture sectorielle difficile et de la profonde récession qui touchait plusieurs de ses marchés. Alors que le marché des souscriptions privées reprenait lentement vie vers la fin de 2009, certains acteurs financiers ont reconnu la valeur du titre d'IMS Health.

Par ailleurs, bien que plusieurs des titres que nous détenons dans le secteur de la consommation aient été les chefs de file durant ce plus récent trimestre, de nombreux titres du secteur de la santé qui composent notre portefeuille ont également beaucoup contribué à notre performance durant le dernier mois de l'année, en raison principalement des progrès importants réalisés dans le cadre des propositions de réforme du système de santé aux États-Unis. Vous vous souviendrez peut-être qu'au début de 2009, nous avons mentionné que notre rendement avait été affecté négativement par les propositions initiales visant à réformer le système de santé, alors que le marché avait été surpris par une proposition de réforme de l'administration du président Obama qui fût annoncée très tôt durant son premier mandat, d'autant plus qu'il en avait déjà plein les bras avec la sévère récession et la crise financière. À la suite de cette annonce, on a assisté à une liquidation des titres du secteur de la santé en février, y compris ceux que nous détenions, et ces titres ont par la suite tiré de l'arrière pendant la reprise du marché, affectant ainsi notre rendement relatif à un moment où nous avions besoin que ces titres défensifs résistent mieux à un marché en chute libre. Néanmoins, nous avons rapidement réalisé que cette vaste liquidation pouvait créer une occasion extraordinaire d'achat dans le secteur, alors que pratiquement tous les titres du secteur étaient devenus très bon marché, peu importe leur exposition au moment de la réforme de la santé. Nous avons donc passé les semaines suivantes à fouiller la question, en discutant de la situation avec plusieurs dirigeants de sociétés du secteur de la santé, avec des analystes de Wall Street et d'autres joueurs de l'industrie. Puisque nous effectuons de la recherche sur les titres du secteur de la santé depuis longtemps et que nous détenons dans notre portefeuille des titres du secteur (surtout des fournisseurs de services) depuis plusieurs années, nous avons acquis une connaissance approfondie de cette industrie au fil du temps et avons établi de nombreux contacts.

Bien que différentes propositions visant à réformer le système actuel de santé aux États-Unis ont en effet créé beaucoup d'incertitude en regard du remboursement pour les fournisseurs de services tributaires du gouvernement fédéral, il est devenu clair à un moment donné, qu'en raison des nombreux facteurs politiques en jeu, seulement deux ou trois propositions différentes parviendraient à survivre au long et

exténuant processus législatif. Par conséquent, à un certain moment, nous étions en mesure de quantifier les répercussions de ces deux ou trois propositions importantes qui ont pris les devants dans la course à la réforme de la santé sur chacun des placements potentiels ou des titres en portefeuille qui faisaient l'objet d'un examen de notre part, selon leur sous-secteur d'activité et leur exposition réelle au remboursement du gouvernement. Nous avons ainsi pu déterminer le pire des scénarios pour les bénéficiaires et, de ce fait, pour les titres de chacune des sociétés que nous détenions à ce moment, ou que nous aurions pu détenir, qui était exposés à cette réforme de la santé. À partir de cette analyse approfondie, nous avons rapidement réalisé qu'un petit nombre de sociétés de grande qualité oeuvrant dans ce secteur, disposant de modèles d'affaires solides et ayant accumulé des antécédents de succès à long terme, possédant de très bons attributs financiers et capables de jouer un rôle clé dans le cadre de la réforme souhaitée par les législateurs (visant à contenir les coûts des soins de santé et à réduire le nombre de personnes non assurées) étaient grandement sous-évaluées par le marché, même en retenant le scénario le plus défavorable au chapitre des diminutions de remboursement.

Sans surprise, de nombreux investisseurs généralistes ont pris la décision de se tenir à l'écart du secteur de la santé en raison de l'incertitude considérable engendrée par les propositions de réforme, combiné au peu d'intérêt général que suscitaient les titres de ce secteur par rapport à ceux des secteurs plus sensibles aux fluctuations économiques, qui s'apprécient habituellement en début de cycle et qui ont rapidement profité de l'intérêt du marché à leur égard dans la première partie de l'année. Par suite de ce désintéressement pour les sociétés oeuvrant dans la santé, le secteur, à l'exception de certaines poches de résistance, s'est retrouvé à la traîne du marché pendant une bonne partie de l'année. Comme investisseurs à contre-courant, notre intérêt pour le secteur n'a cessé de croître au fur et à mesure que nous en apprenions davantage à propos de la réforme de la santé et de ses répercussions financières anticipées sur les sociétés que nous avons réussi à soumettre à nos modèles financiers. Nous avons donc ajouté de nouveaux titres à ceux que nous détenions déjà dans le secteur et nous avons ainsi maintenu notre « surpondération » dans le secteur de la santé à un moment où la plupart des fonds généralistes privilégiaient une sous-pondération. Quand les choses ont commencé à se clarifier vers la fin de l'année à l'égard de l'issue de la réforme, de son calendrier de mise en oeuvre et de ses répercussions sur le remboursement dans chacun des sous-secteurs, ces titres ont très bien fini l'année, et nous avons fortement profité de ce rebond en décembre. Bien que nous nous attendons à observer de nouveau de la volatilité dans ce secteur en raison des modifications qui continueront d'être apportées aux propositions de réforme actuelles (ce qui signifie que nous connaissons de courtes périodes de contre-performance ou de surrendement), il semble que l'adoption d'une approche à contre-courant sur cet enjeu de la réforme du système de santé et l'accumulation de titres de quelques chefs de file du marché qui joueront un rôle essentiel dans le système de santé de demain nous a bien récompensés et continuera à le faire à l'avenir.

Nous avons également profité du fait d'avoir maintenu une importante exposition à l'un des quelques sous-secteurs susceptibles de profiter éventuellement des retombées de la réforme de la santé : les hôpitaux généralistes. Puisque l'un des objectifs déclarés de cette réforme est de réduire considérablement le nombre d'Américains non assurés, lesquels représentent un important fardeau financier pour les hôpitaux, plusieurs observateurs du marché croient que la réforme telle que proposée à l'heure actuelle sera avantageuse pour les fournisseurs des hôpitaux de soins actifs. Nous détenons depuis longtemps des actions de la société *Universal Health Services, Inc.* (« UHS »), un important exploitant d'hôpitaux de soins actifs aux États-Unis, et il s'agit en fait du titre dont la pondération était la plus importante dans notre portefeuille durant la majeure partie de l'année. Les retombées potentielles de la réforme ont engendré une forte poussée du titre d'UHS et de ceux de ses homologues en 2009, alors que le cours de l'action a progressé de plus de 60 % durant l'année et que le titre a été l'un de ceux ayant le plus contribué à notre solide rendement. Malgré la robuste performance du cours du titre d'UHS, l'action se négocie toujours autour de son creux historique au chapitre des multiples d'évaluation et à rabais par rapport à sa valeur intrinsèque, ce qui fait que ce titre demeure toujours très attrayant. Par conséquent, nous ne déboursons rien pour les retombées potentielles positives de la réforme de la santé, ce qui, dans les faits, nous procure une option gratuite qui pourrait s'avérer fructueuse si un tel scénario de réforme devait être bénéfique aux activités de cette société dans quelques années.



Lorsque l'on tourne notre regard en direction de 2010, nous demeurons perplexes et quelque peu préoccupés face à l'optimisme généralisé des investisseurs et des observateurs du marché. Bien que les sondages officiels réalisés auprès des investisseurs révèlent une prudence et une inquiétude généralisées, pratiquement personne ne prédit une nouvelle reprise de la récession ou encore un important repli du marché boursier, alors que la vaste majorité s'attend à une poursuite de l'amélioration de l'économie et à des gains sur le marché boursier, ce qui nous force à conclure que le consensus demeure toujours résolument optimiste ou, à tout le moins, très complaisant. Par ailleurs, la publication des estimations de bénéfices des entreprises pour 2010 présente un scénario très optimiste de croissance des bénéfices. Nous sommes quelque peu hésitants à être aussi enthousiastes à l'égard des bénéfices des entreprises pour 2010 pour un certain nombre de raisons. Tout d'abord, bien qu'il devrait être plutôt facile de comparer les coûts et les revenus, du moins pour la première moitié de l'année, et que les nombreuses sociétés qui se sont attaquées à réduire leurs coûts d'exploitation en 2009 devraient bénéficier d'un bon effet de levier, selon nous la plupart des entreprises ayant déjà coupé dans le gras n'ont qu'une capacité limitée de réduire encore davantage leurs coûts sans perturber leurs activités courantes. Par conséquent, nous croyons que la croissance des bénéfices des sociétés américaines en 2010 deviendra à un certain point beaucoup plus tributaire de la croissance des revenus, ce qui demeure un énorme défi, pour le moment, dans la plupart des secteurs.

Par ailleurs, nous demeurons fascinés par l'énorme fossé qui sépare l'enthousiasme de Wall Street et la retenue que l'on observe dans la population et au sein des entreprises américaines. En particulier, l'attitude des chefs d'entreprises demeure résolument prudente, alors que la priorité est donnée au resserrement des niveaux de stocks, à la minimisation des dépenses en capital, à la réduction des budgets publicitaires, aux gels d'embauche ou aux mises à pied sélectives et à la gestion serrée de bilan, alors que les sociétés accumulent des liquidités ou réduisent leur endettement plutôt que de dépenser sans réserve sur les acquisitions ou sur les rachats d'actions.

Malgré les signes incontestables de reprise économique en ce qui a trait notamment à l'habitation, aux dépenses en TI, aux activités de fabrication ainsi qu'à la confiance et aux dépenses des consommateurs, nous demeurons préoccupés à l'égard de l'économie américaine en 2010, puisque nous nous interrogeons sur certains secteurs sensibles comme ceux de l'habitation et de l'immobilier commercial, sur certains marchés industriels et sur les marchés du crédit en général, surtout lorsqu'inévitablement, le gouvernement commencera à cesser d'apporter son important soutien financier et que les taux d'intérêt se mettront éventuellement à monter. De plus, malgré la publication de données sur l'emploi beaucoup plus positives que prévu en novembre, le marché du travail demeure incontestablement peu vigoureux et les Américains sous-employés dans une large mesure. Les consommateurs américains, bien que toujours actifs, demeurent limités dans leur capacité de dépenser. Enfin et surtout, la grande opération de désendettement qu'ont entreprise les consommateurs et les acteurs du secteur financier continuera à ralentir l'économie de plusieurs façons en 2010 et par la suite.

Ces facteurs nous amènent à croire, pour ce que ça vaut, que la vigueur de cette reprise économique demeurera en deçà de la moyenne. Puisque les perspectives macroéconomiques sont si peu excitantes, l'évaluation actuelle des principaux indices boursiers américains, qui se situe près des multiples historiques moyens, reflète pleinement, à notre avis, le potentiel du marché. Cette situation fait en sorte que le marché ne pourra compter que sur une forte croissance des bénéfices afin de réaliser d'autres gains, une éventualité sur laquelle nous ne sommes pas tout à fait prêts à parier. Nous croyons que ce contexte incertain pour l'économie et le marché boursier ouvre la voie à beaucoup plus de discrimination au chapitre du rendement des titres au cours de l'année à venir. Puisque « l'argent facile » a déjà été fait sur la plupart des titres en 2009, nous ne pensons pas que l'évolution des cours aura la même intensité en 2010. Nous espérons donc que le rendement relatif et absolu des titres sera plus tributaire des données fondamentales de chacune des sociétés, un environnement de marché qui convient tout à fait à nos forces et à nos compétences en matière de placement.



Malgré trois années consécutives de surrendement considérable, nous sommes persuadés que notre portefeuille demeure très bien positionné par rapport à l'ensemble des grands indices américains. Il continue à se négocier à rabais par rapport à ces indices de référence tout en bénéficiant de ce que nous croyons être son niveau de qualité le plus élevé depuis sa création. Par conséquent, nous croyons que notre produit de placement constitué de titres de sociétés américaines à faible capitalisation boursière affiche un avenir très brillant et prometteur.