

Le Fonds composé de caisses de retraite de VBA – marché américain se classe dans le 5^e percentile pour la période d'un an se terminant le 30 juin 2009 et dans le 15^e percentile pour la période de neuf ans se terminant le 30 juin 2009

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

RENDEMENTS DE VBA – MARCHÉ AMÉRICAIN

Le tableau ci-dessous indique les rendements du Fonds composé de caisses de retraite de VBA – marché américain pour la période terminée le 30 juin 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
Rendements pondérés dans le temps
(au 30 juin 2009)
(en dollars US)

	3 mois (%)	Cumul annuel à ce jour (%)	1 an (%)	2 an (%)	4 ans (%)	5 ans (%)	7 ans (%)	8 ans (%)	Depuis le 30/06/2000 (%)
Fonds composé de caisses de retraite de VBA	23,30	8,34	-12,80	-13,00	0,83	3,59	5,83	6,05	8,76
Indice Russell 2000	20,69	2,64	-25,01	-20,73	-4,31	-1,71	2,68	1,20	1,13
Indice S&P 500	15,93	3,16	-26,21	-19,93	-4,27	-2,24	0,92	-1,66	-3,22
Valeur ajoutée (portefeuille moins l'Indice Russell 2000)	2,51	5,70	12,21	7,73	5,14	5,30	3,15	4,85	7,63

Note : Van Berkomp 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 conseiller en placement et de gestionnaire de portefeuille de plein exercice 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 30 juin 2009, le Fonds composé de caisses de retraite de VBA – marché américain («Fonds composé de caisses de retraite») totalisait 233,56 millions de dollars US en titres à faible capitalisation boursière, soit 96,6 % de l'actif US géré et 34,3 % de l'actif total géré par la firme. Le Fonds composé de caisses de retraite de VBA – marché américain comprend six 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 les risques et le rendement du Fonds composé de caisses de retraite – marché américain à ceux de 167 portefeuilles de placement évalués par *BNY Mellon Asset Servicing*.

Sur l'échelle de rendement des placements des gestionnaires de titres américains à faible capitalisation boursière, le Fonds composé de caisses de retraite de VBA – marché américain se situe dans le 5^e percentile pour la période d'un an se terminant le 30 juin 2009 et dans le 15^e percentile pour la période de neuf ans se terminant le 30 juin 2009.



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

Veillez trouver ci-joint le compte-rendu et les perspectives des actions américaines à faible capitalisation boursière du deuxième trimestre 2009 envoyés à nos clients.

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, avec Mathieu Sirois, au poste 237 ou Benoît Durand, au poste 226 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,

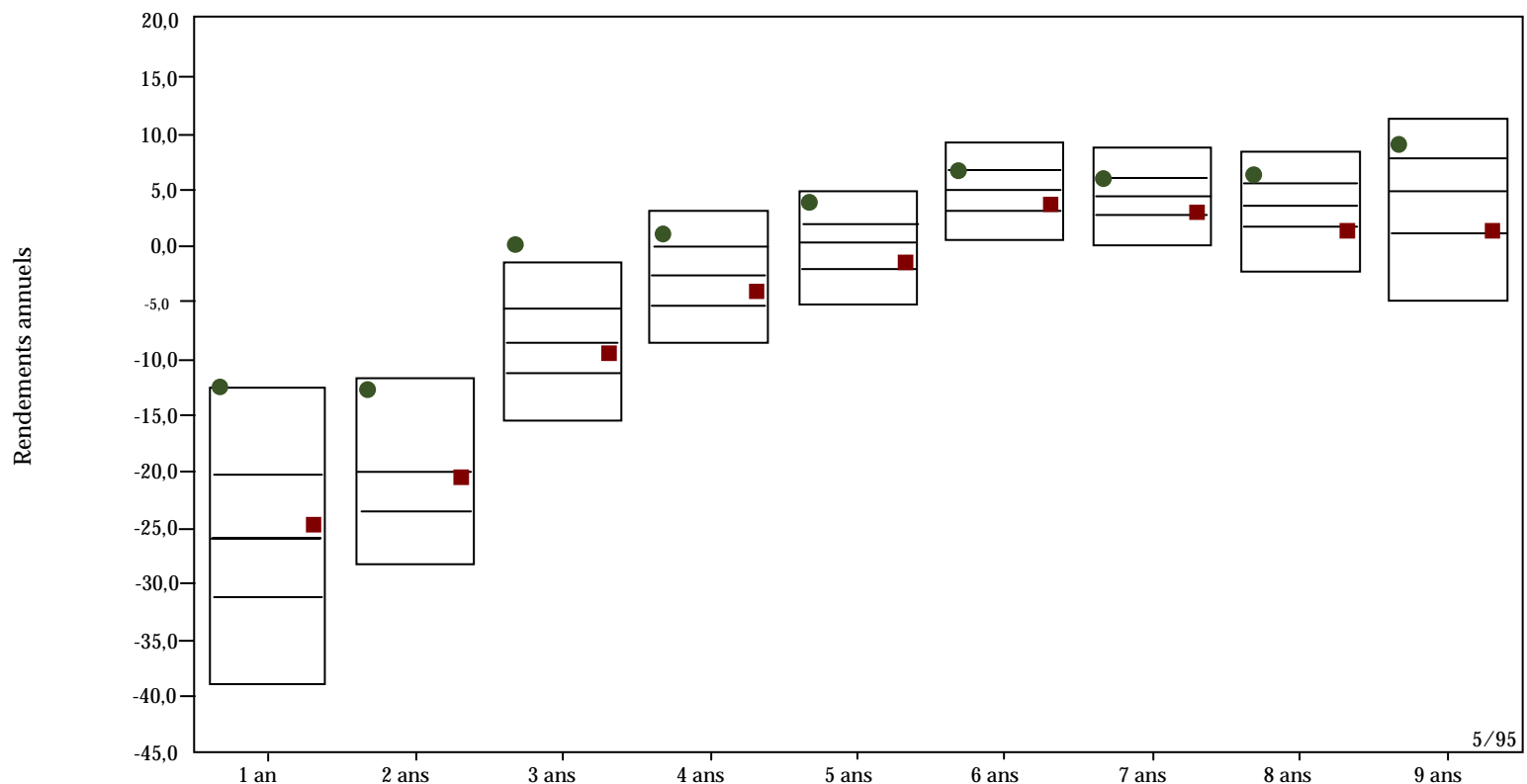
J. Sebastian van Berkomp

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



Univers d'actions à faible capitalisation

Taux de rendement pour la période se terminant le 30 juin 2009



	1 an		2 ans		3 ans		4 ans		5 ans		6 ans		7 ans		8 ans		9 ans	
	Rendement	(% tile)	Rendement	(% tile)	Rendement	(% tile)	Rendement	(% tile)	Rendement	(% tile)	Rendement	(% tile)	Rendement	(% tile)	Rendement	(% tile)	Rendement	(% tile)
5e percentile	-12,9		-12,0		-1,7		3,0		4,7		9,1		8,5		8,1		11,0	
25e percentile	-20,6		-17,3		-5,8		-0,4		1,7		6,6		5,8		5,3		7,6	
Médiane	-26,2		-20,2		-8,8		-2,8		0,0		4,9		4,2		3,3		4,6	
75e percentile	-31,3		-23,7		-11,6		-5,4		-2,2		2,9		2,5		1,5		0,9	
95e percentile	-39		-28,4		-15,8		-8,9		-5,5		0,3		-0,1		-2,4		-5,1	
# de portefeuilles	378		368		339		298		268		249		215		193		167	
● Fonds composé de VBA	-12,8	5	-13,0	8	-0,2	4	0,8	16	3,6	12	6,6	26	5,8	26	6,0	14	8,8	15
■ Indice Russell 2000	-25	44	-20,7	54	-9,9	61	-4,3	64	-1,7	68	3,4	70	2,7	74	1,2	77	1,1	74

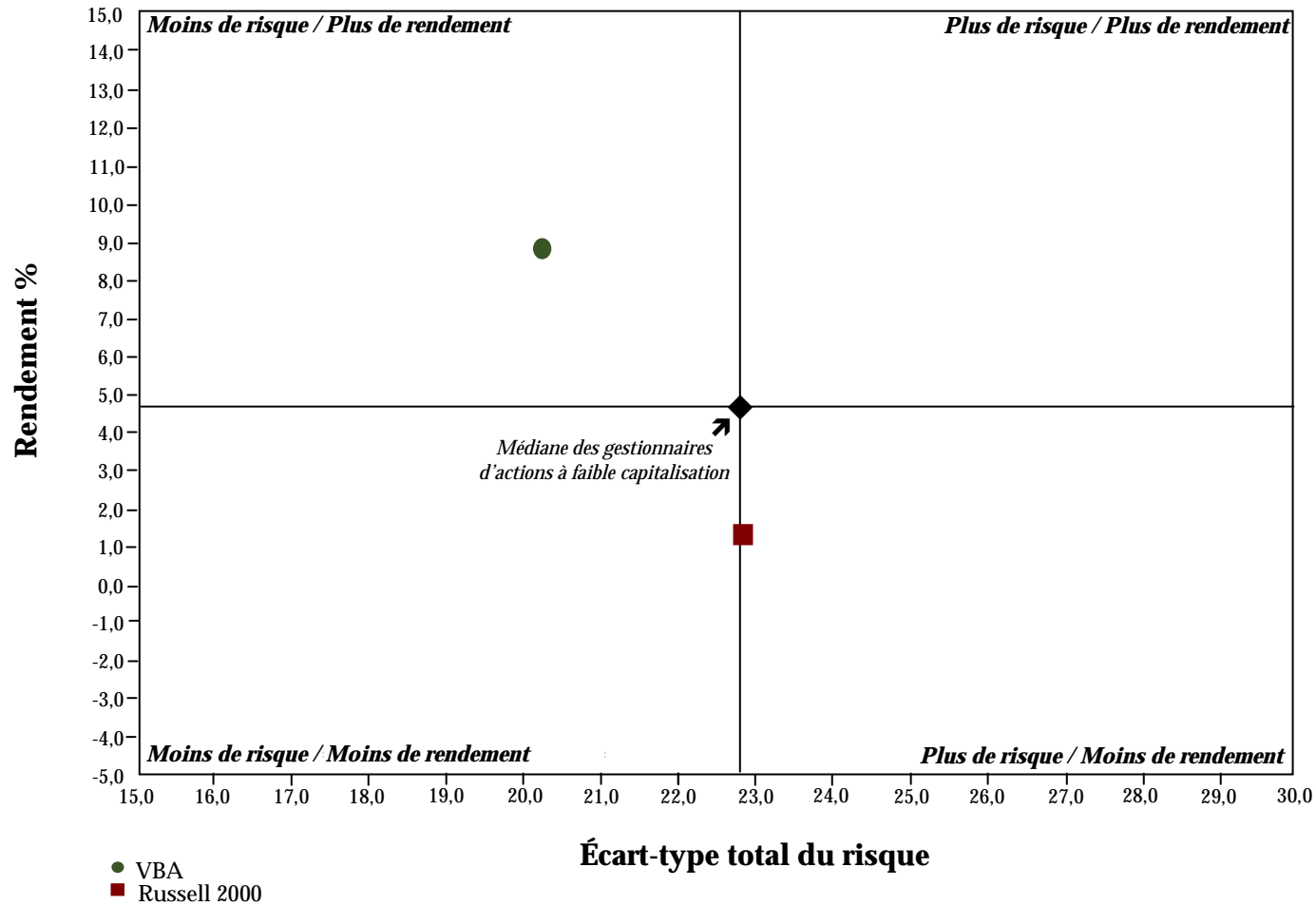
Source de l'Univers : Russell Investment Group

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



Univers d'actions à faible capitalisation Risque / Rendement

Période de 9,0 ans se terminant le 30 juin 2009



Données des rendements avant les frais de gestion

Source de l'Univers : Russell Investment Group

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

Au moment de rassembler nos idées en préparation de ce commentaire trimestriel, nous sommes rapidement devenus très préoccupés du fait que nous semblions souffrir de ce que l'on appelle le syndrome de la page blanche. Nous avons réalisé que notre panne d'inspiration, à la fin de cette période, découlait essentiellement du calme relatif qui a caractérisé ce plus récent trimestre. Bien qu'il puisse sembler exagéré de décrire cette période comme ayant été sans incident et même un peu ennuyeuse, nous ne pouvons faire autrement que de le penser lorsqu'on compare ce trimestre aux six mois qui ont précédé et au cours desquels les principaux acteurs de Washington et de Wall Street nous ont offert une prestation haute en rebondissement et en sensations fortes.

Puisqu'aucun événement spectaculaire n'est venu perturber le système financier mondial et que la capacité des nouvelles macroéconomiques souvent décevantes à ébranler le marché et à déconcerter les investisseurs immunisés et insensibles s'est quelque peu estompée, le ciel était dégagé pour permettre aux titres d'atteindre une altitude de croisière constante durant ce trimestre. En réalité, la progression de plus de 20 % de l'indice Russell 2000 au cours des trois derniers mois représente la meilleure performance enregistrée par le marché des sociétés américaines à faible capitalisation boursière depuis le deuxième trimestre de 2003. Cette reprise linéaire du marché boursier nous a rappelé de manière frappante la période d'exubérance de 2003, lorsque le marché voguait sur un océan de données économiques favorables et qu'il était alimenté par une forte croissance des bénéfices des sociétés.

Le problème tient au fait que les données fondamentales de l'économie américaine sont actuellement, et de manière évidente, beaucoup moins favorables qu'elles ne l'ont été au cours des dernières décennies. En fait, nous traversons une période très inhabituelle et nous ignorons ce que seront les conséquences à long terme de l'intervention massive des gouvernements dans l'économie et les marchés financiers, alors que la Réserve fédérale américaine a injecté d'énormes liquidités dans les marchés et que le gouvernement fédéral a pris le contrôle ou acquis d'importantes participations dans des entreprises phares du milieu des affaires aux États-Unis. De plus, les secteurs bancaire et de l'habitation pansent encore leurs plaies et demeurent dans une situation très fragile malgré tous les efforts mis de l'avant afin de les remettre sur pied. Du côté des banques, les importants efforts de recapitalisation encouragés par le gouvernement à la suite des résultats des tests de solidité financière (Stress Test) ont balayé les préoccupations immédiates concernant la viabilité de certaines des plus grandes institutions, mais de nombreuses questions restent toujours en suspens, et la forte hausse des pertes sur prêts a de quoi faire dresser les cheveux et mérite d'être surveillée de près. Bien que les ventes de maisons et les prix médians montrent certains signes de stabilisation après un long et douloureux effondrement, nous ne pouvons encore célébrer le revirement tant attendu dans ce marché qui, à notre avis, est essentiel à une reprise complète de l'économie.

Un autre signe que nous avons trouvé très inquiétant durant ce trimestre aura été le fossé grandissant qui semble séparer la façon de voir des investisseurs de l'état d'esprit et du comportement des entreprises et des consommateurs. D'une part, d'après ce que l'on peut constater ainsi que sur la base des informations que nous avons recueillies lors de nos fréquentes conversations avec des équipes de direction d'entreprises évoluant dans différents secteurs d'activité, le niveau de confiance des entreprises demeure peu élevé, comme le démontre les annonces de licenciements qui se poursuivent, les initiatives de réduction des coûts et de restructuration mises de l'avant ainsi que les creux historiques ou les réductions affichés des budgets d'immobilisations. D'autre part, le pronostic concernant la santé des consommateurs américains demeure sombre, alors que leur niveau de confiance, mis à part la volatilité mensuelle normale de cet indicateur, demeure ébranlé et affecté par leurs préoccupations persistantes à l'égard de leur capacité à conserver leur emploi et leur maison. Attitude tout à fait justifiable, le consommateur américain continue, dans l'ensemble, à mettre de l'argent de côté, à réduire son endettement et à assainir son bilan en raison de toutes les incertitudes qui planent, comme le démontrent la forte hausse du taux d'épargne et le faible niveau d'activité dans le secteur du crédit personnel. Comme si cela n'était pas suffisant pour freiner sérieusement l'économie, les consommateurs disposés à dépenser sont quant à eux confrontés à un accès au crédit qui demeure relativement restreint.

Tous ces facteurs assurément peu propices à une reprise économique robuste n'ont pas semblé avoir d'importance aux yeux des investisseurs ragaillardis, qui sont rapidement passés d'un état de soulagement dans les premières semaines de ce marché haussier à une attitude totalement complaisante et euphorique dans la dernière phase de la forte hausse du marché. Le vieil adage « chat échaudé craint l'eau froide » n'a pas semblé être appliqué par les participants au marché durant les dernières semaines, alors que la prise de risques élevés est redevenue la norme une fois de plus et s'est produite vraiment très tôt après la chute brutale du marché et les douloureuses pertes encourues que qui auraient dû être encore fraîches à l'esprit de tous. Les nombreux pontifes du marché, dans leur rôle habituel de meneurs de claques, ont démontré une fois de plus leur créativité sans borne en donnant une tournure positive à chacune des données économiques qui ont été publiées, peu importe s'il s'agissait de données

mitigées ou même négatives. Dans un fascinant revirement d'attitude, survenu presque instantanément, le verre est devenu à moitié plein au cours de ce deuxième trimestre, après avoir été complètement vide au cours des récentes périodes. À ce titre, compte tenu de tous les effroyables scandales financiers et fraudes financières d'envergure qui ont été mises à jour et se sont retrouvés sous les projecteurs durant ce trimestre, un esprit un peu tordu pourrait aller jusqu'à prétendre que cette récente reprise du marché boursier n'était rien d'autre qu'un autre gigantesque schéma de Ponzi. Malheureusement, nous croyons simplement que le marché boursier américain s'est trop vite emballé par rapport aux données fondamentales et a beaucoup trop progressé compte tenu de la situation chancelante et incertaine de l'économie.

À ce moment-ci, il nous semble que seul un redressement significatif des bénéfices des sociétés pourrait soutenir ce marché et permettre la poursuite de cette reprise. Bien qu'au cours des derniers mois les analystes de Wall Street aient fortement revu à la baisse leurs prévisions de bénéfices pour la plupart des sociétés américaines pour 2009, ils laissent malheureusement toujours entendre que nous assisterons en quelque sorte à une reprise en V à compter du quatrième trimestre de 2009 et en 2010 qui profitera à la plupart des secteurs et des sociétés qui ont été profondément malmenés par cette sévère récession. Alors que nous croyons que les sévères blessures infligées par cette contraction de l'économie à de larges pans de l'économie prendront un bon moment à guérir, et que nous constatons que le ratio des bénéfices des sociétés par rapport au PIB, bien qu'il soit redescendu par rapport aux sommets étourdissants qu'il avait atteints, demeure obstinément élevé par rapport aux niveaux historiques, nous sommes beaucoup plus pessimistes à l'égard des perspectives d'un redressement rapide et soutenu des bénéfices des sociétés. Par conséquent, nous jugeons imprudente la tendance des investisseurs ces jours-ci à évaluer les titres sur la base d'un rebond substantiel des bénéfices en 2010. À notre avis, le seul scénario qui pourrait justifier les cours élevés des titres sur le marché boursier ces jours-ci serait celui d'un redressement substantiel et imminent des bénéfices des sociétés des secteurs les plus touchés par cette récession, comme l'imaginent les meneurs de claques de Wall Street. Fidèles à notre style de placement, nous préférons envisager un scénario selon lequel il faudra traverser une longue et douloureuse période de temps au cours de laquelle les bénéfices ne s'amélioreront que très lentement lorsque nous procédons à l'évaluation de nos titres en portefeuille et à celle de ceux que nous détenons ou envisageons acheter.

Alors que nous continuons à travailler sans relâche afin d'améliorer encore davantage notre portefeuille, la conséquence malencontreuse de cette forte reprise du marché est liée au fait que l'extraordinaire fenêtre dont nous disposions pour acheter les titres de sociétés exceptionnelles à des cours vraiment extraordinaires, et dont nous avons fait mention dans ce commentaire trimestriel au cours des six mois précédents, s'est pratiquement refermée. De ce fait, il est devenu beaucoup plus difficile de trouver de nouvelles idées de placement attrayantes dans ce marché boursier soutenu, porté par l'optimisme et où les investisseurs, dans leur évaluation de la plupart des titres, sont disposés à regarder très loin devant vers un éventuel redressement des bénéfices. Par conséquent, pour les gestionnaires comme nous qui sélectionnent des titres minutieusement, la conjoncture actuelle n'est pas aussi intéressante que lorsque le marché boursier était en chute libre il y a quelques mois. Cette situation pose néanmoins un grand défi très intéressant pour ce qui est d'identifier les prochains titres gagnants dans notre portefeuille, et le discernement de même que la discipline deviennent des facteurs essentiels de succès dans ce contexte d'évaluations relativement élevées des titres. Nous croyons donc que cette situation avec laquelle nous devons composer à l'heure actuelle, et qui est caractérisée par une toile de fond économique très chancelante et par une majorité de titres de sociétés américaines à faible capitalisation boursière dont les évaluations sont beaucoup plus élevées, joue pleinement en notre faveur et convient à notre style de placement. Nous sommes persuadés que les sociétés de grande qualité, qui ont de bons modèles d'affaires et qui sont dirigées par des équipes de gestionnaires exceptionnels, parviendront à se hisser au-dessus de la mêlée et à largement surpasser la performance des entités de faible qualité dans ce contexte difficile. Il est évident que notre portefeuille ne manque pas de titres de sociétés de grande qualité, dont les évaluations demeurent, pour la plupart, moins élevées que les titres de moindre qualité qui composent notre indice de référence.

L'un des attributs clés de notre portefeuille a toujours été le maintien d'un équilibre entre les titres plus défensifs et ceux de sociétés de grande qualité, plus vulnérables à cette profonde récession, mais exceptionnellement bien positionnées pour produire de très bons résultats lorsque l'économie se redressera. Les avantages de maintenir un tel équilibre dans notre portefeuille, peu importe les conditions du marché, n'ont jamais été plus évidents que dans cette première moitié de l'année. Ainsi, les titres défensifs que nous détenons dans les secteurs des soins de santé et de l'éducation ainsi que dans certaines sociétés qui fournissent des services indispensables nous ont aidés à surpasser notre indice de référence lorsque la conjoncture économique mondiale se détériorait et que le marché boursier s'effondrait. Toutefois, ce sont plutôt nos investissements dans ces sociétés de grande qualité, dont la performance est plus étroitement liée à la situation de l'économie, qui nous ont permis d'ajouter de la valeur sur nos indices boursiers depuis que le marché a fortement rebondi par rapport aux creux qu'il avait atteints. En fait, nous croyons que notre capacité à surpasser l'indice Russell 2000 durant cette récente et substantielle reprise du marché



de près de 50 %, soit le plus fort rebond à avoir été enregistré après un marché baissier depuis les années trente, s'est avéré un test significatif que nous avons réussi avec succès et en dit long sur la capacité de notre portefeuille à produire de très bons résultats lors du prochain cycle haussier du marché.

En résumé, nous croyons que compte tenu du niveau record de placements de grande qualité que nous détenons dans notre portefeuille, et que ce portefeuille présente actuellement un très bon équilibre entre les titres défensifs et ceux dont le bêta est plus élevé, en plus de se négocier à rabais par rapport à l'indice de référence de notre marché, nous sommes dans une position enviable pour continuer à générer un rendement à valeur ajoutée pour nos clients, dans la plupart des scénarios éventuels. Compte tenu des nombreux signaux conflictuels concernant la situation de l'économie, de la stabilisation évidente de certains secteurs en partie contrebalancée par une incertitude persistante dans d'autres créneaux, des attentes grandissantes à l'égard du marché boursier et de la progression de l'évaluation des titres, nous sommes persuadés d'être positionnés de manière à pouvoir surpasser nos homologues et notre indice de référence dans la plupart des situations à venir. Nous croyons que seule une reprise irrationnelle et soutenue du marché, stimulée par des titres de faible qualité et très cycliques, comme ce que nous avons observé tout récemment et de façon similaire à ce que nous avons connu en 2003, pourrait nous nuire par rapport à notre indice de référence. Heureusement, nous ne croyons pas qu'un tel scénario soit en voie de se réaliser, puisque les données fondamentales actuelles de l'économie ne sont aucunement propices à une répétition de 2003.

Comme toujours, nous vous invitons à nous faire part de vos commentaires ou à nous soumettre toute question laissée sans réponse dans ce compte-rendu trimestriel.