



21 novembre 2016

## Theresa May ne veut pas négocier avec le Parlement britannique

**Le Brexit implique la Haute Cour, la Cour suprême et peut-être la Cour de Justice de l'Union européenne. Les négociations du Brexit seront longues et difficiles. La livre n'est pas morte.**

### Points clés

- La Haute Cour de Londres freine l'enthousiasme du gouvernement sur le Brexit
- Le gouvernement ne veut pas négocier les termes du Brexit avec le Parlement
- Incertitudes prolongées jusqu'en janvier et certainement même au-delà
- La guerre des taux d'imposition est déclarée mais cela ne suffit pas à constituer une stratégie
- La livre sterling n'est pas morte et profite de la situation pour s'apprécier
- Retour de l'inflation, la BoE est sous pression
- Conjoncture résistante grâce au consommateur
- L'immobilier fléchit mais progresse encore
- Fin annoncée de l'euphorie obligataire
- Sous-performance des actions britanniques

### La Haute Cour de Londres freine l'enthousiasme du gouvernement sur le Brexit

**Le gouvernement britannique, sous l'impulsion de sa Première ministre Theresa May, semblait décidé à acter le référendum sur le Brexit en activant l'art. 50 en mars 2017 et en annonçant à ses partenaires européens la décision du gouvernement britannique de se retirer de l'Union européenne.**

**La décision de la Haute Cour de Londres de faire voter le Parlement sur le lancement du processus de divorce avec l'UE met un coup d'arrêt à la dynamique voulue par Theresa May.**

**Les juges de la Haute Cour de Londres ont en effet été saisis par des citoyens britanniques pour statuer sur la question de la capacité de l'exécutif à enclencher le Brexit sans un accord formel du**

**corps législatif et donc des députés, représentants du peuple. Selon cette Haute Cour, l'exécutif ne peut en effet exécuter la décision du peuple exprimée par un référendum, même si ceux-ci ont en effet voté la sortie de l'UE par 52% des voix, sans l'accord du parlement britannique.**

L'argument évoqué par la Cour était que la règle la plus fondamentale de la Constitution du Royaume-Uni tient dans le fait que le Parlement est souverain et peut faire ou défaire les lois qu'il souhaite. L'ironie de la situation tient aussi dans le fait que les partisans du Brexit souhaitaient justement redonner tous les pouvoirs au Parlement en quittant l'Union européenne.

Nous estimions à l'issue du scrutin de juin que le gouvernement britannique prendrait son temps pour préparer une nouvelle législation permettant de mettre fin à l'acte d'adhésion à l'UE et voudrait donc certainement gagner du temps avant d'annoncer sa volonté formelle. La décision de Theresa May d'activer l'article 50 en mars confirmait déjà cette analyse que le processus de Brexit serait long. Mais la décision de la Haute Cour est désormais de nature à repousser significativement cette démarche dans le temps. La position de Theresa May est ainsi fragilisée, car un vote du Parlement n'est pas acquis d'avance et pourrait même entraîner des discussions vives pouvant tout d'abord ralentir le processus voulu par le gouvernement, mais aussi affecter les négociations entre les partenaires. Ce retard ne remet probablement pas en question le Brexit, mais il constitue un sérieux revers à la dynamique actuelle. Elle affirmait vouloir obtenir le meilleur accord possible pour opérer une transition en douceur, tout en évoquant un possible « hard Brexit ». Ce coup de théâtre ne renforce donc pas sa position. Les réactions ont été vives du côté du gouvernement qui contre-attaque en faisant appel de la décision de la Haute Cour de Londres auprès de la Cour suprême britannique.

## **Le gouvernement ne veut pas négocier les termes du Brexit avec le Parlement**

L'incertitude grandit et le gouvernement fait appel à la Cour suprême pour tenter de rétablir son pouvoir. L'objectif est clair, il s'agit d'éviter de devoir discuter avec le Parlement de l'état des négociations en cours avec l'UE, ce qui l'empêcherait de négocier le meilleur « deal » possible pour le Royaume-Uni. Le gouvernement fait donc appel pour conserver le « leadership » du processus. Au centre du débat, la question du « hard Brexit » s'est imposée comme une issue possible d'une stratégie dont la priorité serait un contrôle prioritaire de l'immigration, au détriment, si nécessaire, d'un accès au marché européen. Si la Cour suprême confirme la décision de la Haute Cour de Londres, il est probable qu'une position extrême ne puisse être aisément soutenue par le Parlement qui n'était initialement pas favorable au Brexit et qui à l'heure actuelle ne sait pas trop précisément quelles relations il souhaite entretenir à l'avenir avec l'UE. En cas d'annulation de la décision de la Haute Cour de Londres, le suspens ne devrait pas durer longtemps, mais il devrait certainement affecter l'agenda du gouvernement.

## **Incertitudes prolongées jusqu'en janvier et peut-être même au-delà**

La Cour suprême s'est prononcée pour examiner la requête du gouvernement entre le 5 et le 8 décembre. Elle n'annoncera toutefois pas avant la fin janvier sans doute ses conclusions. Elle relève déjà que la durée globale de son examen des arguments pourra varier en fonction des témoignages produits. Dans le meilleur des cas, si celle-ci invalide la décision de la Haute Cour de Londres, la procédure devrait durer selon nous suffisamment pour freiner l'agenda politique de Theresa May et repousser la date d'activation de l'article 50. Si au contraire la Cour suprême confirme la décision de la Haute Cour de Londres, il n'est pas exclu, même si cela reste improbable, que la Première ministre puisse être tentée d'organiser de nouvelles élections anticipées, afin de modifier la composition du Parlement et d'obtenir une plus large majorité que celle dont elle dispose aujourd'hui. Certains leaders politiques n'ont pas apprécié la volonté du gouvernement actuel de passer en force et y ont vu une tentative de contourner le processus démocratique britannique, qui donne au Parlement la prérogative législative. Au vu de la complexité de la stratégie à mettre en œuvre pour obtenir un accord avec l'Union européenne, il leur semble raisonnable de participer à l'élaboration du plan de sortie. Le jugement de la Cour suprême ne sera d'ailleurs peut-être pas nécessairement le dernier acte de la pièce à suspens qui se joue en ce moment devant des

millions de spectateurs. Il n'est en effet pas à exclure que la Cour de Justice de l'Union européenne soit finalement invoquée dans le combat qui s'est engagé. Le printemps européen risque donc d'être animé avec le début des négociations du Brexit dans un climat d'élections présidentielles en France et avant les élections allemandes. Un contexte compliqué pour le Royaume-Uni qui devra négocier sa sortie dans un climat politique incertain.

## **La guerre des taux d'imposition est déclarée mais cela ne suffit pas à constituer une stratégie**

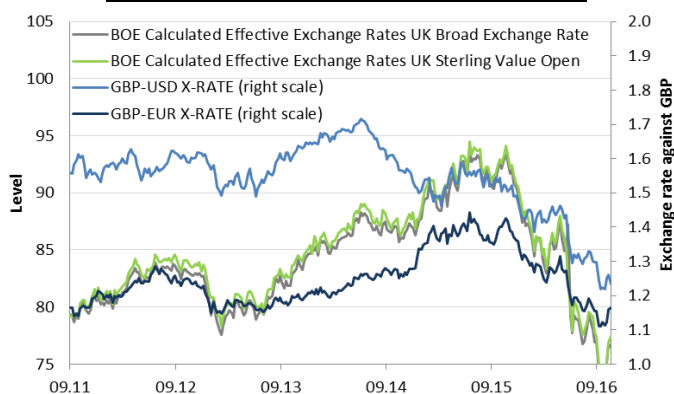
Le milieu des affaires ne cesse en effet de relever qu'il est essentiel de pouvoir obtenir le plus rapidement possible une meilleure visibilité sur la situation future des relations entre le Royaume-Uni et l'Union européenne. Mais au-delà de la visibilité, ce sont les conditions du divorce qui préoccupent à juste titre les milieux économiques. La Première ministre devra élaborer une stratégie subtile consistant à répondre aux attentes des votants du Brexit tout en tentant d'assurer au milieu des affaires que le divorce sera prononcé sans effets majeurs et déstabilisants pour l'économie britannique. Les représentants de l'économie plaident donc pour le moins de changements possibles sur le plan réglementaire et dans leurs relations commerciales avec l'Union européenne. Mais ils veulent surtout pouvoir savoir le plus rapidement possible quelles seront les futures conditions de leur survie et de leur développement. La question de la gestion de l'immigration a été décisive dans la victoire du Brexit, elle restera donc centrale dans la manière dont Theresa May abordera les négociations avec l'UE. Mais l'UE semble intransigeante sur la question et le Royaume-Uni risque de devoir payer cher cette priorité. Le Brexit isolera certainement économiquement le Royaume-Uni de ses partenaires européens. Tous les moyens sont donc bons pour rassurer les milieux économiques inquiets des risques de « hard Brexit ». Pourquoi, dès lors, ne pas tenter de rassurer avec des mesures dans l'air du temps. Avant le Brexit, le gouvernement Cameron avait déjà lancé l'idée d'une baisse de la fiscalité pour les entreprises de 20% à 17%. Il semblerait que la Première ministre souhaite s'engager un peu plus encore dans cette voie pour rassurer les entreprises britanniques et pour attirer de nouvelles sociétés en abaissant le taux d'imposition en-dessous de tous ceux du G20. La compétition est lancée contre l'UE, dont le taux moyen est d'environ 25%. Mais à ce jeu elle trouvera en 2017 devant elle un compétiteur de taille en la personne du nouveau Président américain, dont l'objectif est aussi de réduire le taux d'imposition sur les sociétés à 15%. En Suisse, la réforme de l'imposition des entreprises est allée encore un peu plus bas et nous verrons en début d'année à Genève en particulier si les votations soutiendront cette tendance. Quoi qu'il en soit, l'annonce de ce « dumping » fiscal ne peut qu'avoir un effet désastreux sur les négociations avec l'UE. Celle-ci

s'exprime déjà en particulier à travers les déclarations du ministre allemand des finances qui avertit que le Royaume-Uni doit respecter les règles européennes en matière fiscale aussi longtemps que celui-ci reste dans l'Union. La négociation future ne s'annonce vraiment pas aisée.

## La livre sterling profite de la situation

Il y a quelques semaines, nous relevions qu'il était possible que la devise britannique ait déjà atteint un niveau de valorisation lui permettant d'envisager une consolidation durable dans l'attente d'une plus grande visibilité sur les perspectives économiques du pays. Il semble effectivement que la situation actuelle profite à la livre sterling qui souffle un peu de voir s'éloigner la perspective rapide d'un « hard Brexit », alors que les performances économiques s'avèrent supérieures aux attentes. La livre avait chuté d'environ -20% dans les semaines suivant le référendum avant de se stabiliser et de rebondir quelque peu depuis l'épisode de la Haute Cour de Londres.

### Taux de change effectif et dollar - euro



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Le rebond est sensible puisqu'il s'établit déjà à environ +7%. La livre n'est donc pas morte, mais peut-on raisonnablement espérer une reprise de la devise britannique ? A court terme, il semble comme on vient de le voir que les aspects juridiques au Royaume-Uni aient été des facteurs importants de soutien à la devise. Mais l'évolution des taux d'intérêt a aussi été positive. Il est probable que les prochaines semaines confirment la tendance en cours contre l'euro notamment. Mais nous envisageons plutôt une stabilisation qu'une véritable hausse de la livre.

## La BoE est sous pression

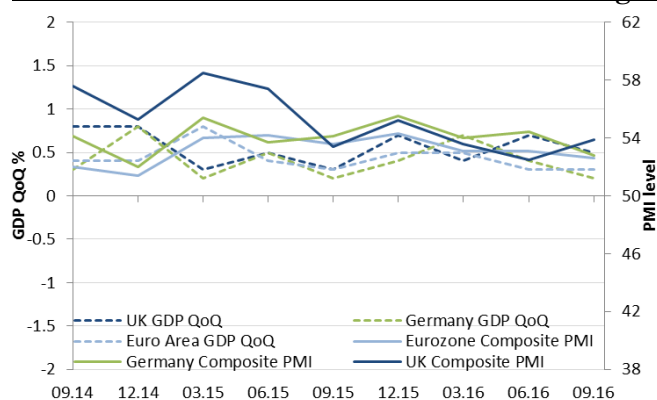
La chute de la livre relance les pressions inflationnistes. Les prix à l'importation ont progressé et les performances économiques du pays plutôt fortes pourraient pousser la banque centrale à réviser son

jugement. La BoE avait agi en août en annonçant un plan de relance d'envergure, qui visait à rassurer les chefs d'entreprise et les ménages, inquiets des conséquences possibles du Brexit. Depuis, elle a abaissé son taux directeur de 0.5% à 0.25% pour renforcer la capacité de financement des ménages et des entreprises. Elle a également introduit un programme de financement des banques plus compétitif pour faciliter la transmission de sa politique. Son programme de rachats d'actifs a été augmenté pour permettre de nouvelles injections monétaires. Elle s'apprêtait à maintenir le statu quo pour la fin de l'année, mais les derniers développements laissent plutôt envisager une hausse possible prochaine des taux directeurs, en particulier à la lumière des révisions annoncées des anticipations inflationnistes.

## Conjoncture résistante grâce au consommateur

Le consommateur britannique, le secteur manufacturier et les services soutiennent la croissance du PIB. La confiance est revenue et la consommation se tient bien. La confiance des entreprises et des ménages s'est améliorée depuis le vote de juin. L'indice de confiance des ménages continue d'être meilleur qu'attendu et la consommation apporte une contribution positive au PIB du 3<sup>ème</sup> trimestre. Elle est certainement soutenue par les achats des touristes étrangers profitant de l'aubaine d'une livre plus abordable, comme le suggèrent les ventes de détail solides. La croissance des salaires réels s'est encore améliorée mais elle reste encore faible. La progression du crédit est manifeste, mais le risque subsiste de voir les ménages devenir plus prudents à l'approche des négociations du Brexit avec l'Union européenne.

### PIB et PMI trimestriels UK – Eurozone - Allemagne



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

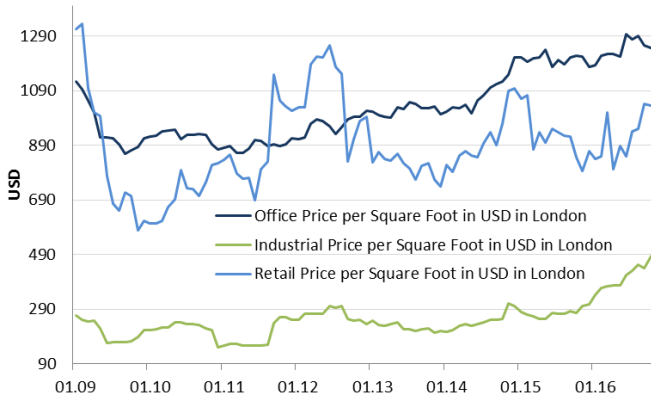
L'indice PMI manufacturier d'octobre fléchit de 55.4 à 54.3, mais reste très élevé. Le PMI des services avance au contraire de 52.6 à 54.5, permettant à l'indicateur global d'enregistrer une nouvelle progression de 53.9 à 54.8.



## L'immobilier fléchit mais progresse encore

Les prix de l'immobilier résidentiel progressent encore de +5.2% en raison du déséquilibre permanent entre l'offre et la demande. Le marché immobilier est plus fort qu'attendu après le référendum et avance encore de +1.4% en octobre. Mais la croissance s'est tout de même ralentie par rapport aux valeurs de l'année 2014.

### Prix immobiliers



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

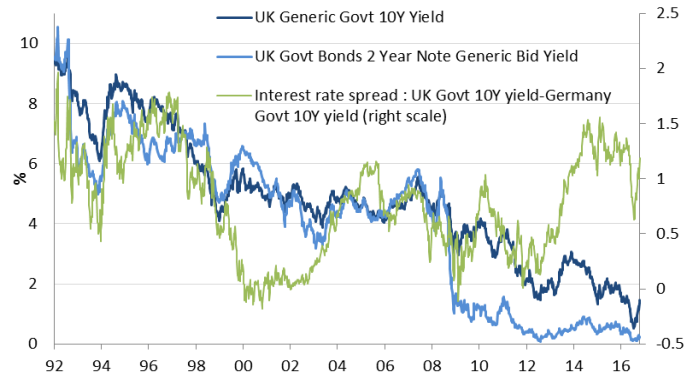
L'effet de richesse induit par la hausse des valeurs de l'immobilier soutiendra encore la confiance des ménages et leur propension à consommer ou à investir. Le secteur immobilier, qui avait beaucoup à perdre des effets attendus du Brexit, résiste dans le segment résidentiel. Les indicateurs avancés restent plutôt favorables à une poursuite de la progression de la demande domestique et à une limitation des nouvelles constructions. Mais attention, l'évolution des approbations de financements hypothécaires poursuit sa consolidation. La chute de la livre pourrait donner un soutien à la demande résidentielle, car de nombreux investisseurs privés internationaux pourraient être tentés par cette opportunité et par la persistance de taux de financement avantageux. Le segment commercial est par opposition plus risqué.

## Fin annoncée de l'euphorie obligataire

La chute de la livre provoque déjà une hausse de l'inflation importée. Les indices de prix avancent parfois de manière impressionnante, même si la hausse des

prix globaux (CPI) n'est encore que de +0.9% sur un an. Dans ce contexte, les taux à dix ans ont rebondi fortement de leur plus bas de 0.5% enregistrés à la mi-août pour retrouver leur niveau d'avant le référendum.

### Taux gouvernementaux UK 10 ans et 2 ans

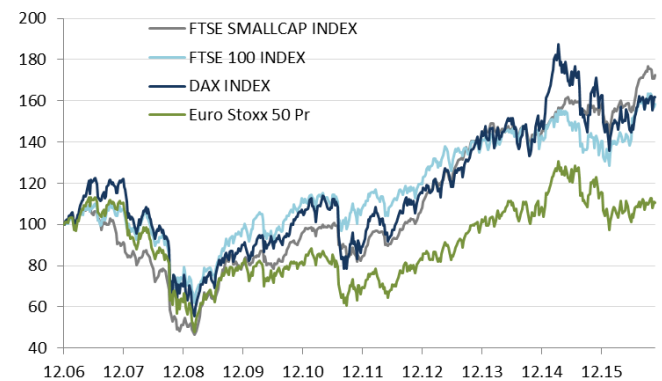


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

## Sous performance des actions britanniques

Les actions britanniques, en hausse de +8% depuis le Brexit sont en fait en baisse de -5% en CHF. A environ 14x les profits 2017, le marché britannique est plus cher que la plupart des marchés européens, pour un niveau de rendement similaire (4%). La stabilisation de la livre devrait freiner la progression des valeurs britanniques. Nous recommandons la prudence à l'égard du marché britannique.

### Actions UK (large – small) Eurozone - Allemagne



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux:

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

**Information importante :** Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.

**BBGI Group**  
Rue Sigismund Thalberg no 2  
1201 Genève - Suisse  
T: +41225959611 F: +41225959612  
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch