

ECO FLASH

12 décembre 2019

Ralentissement économique en zone euro : et si l'emploi résistait ?

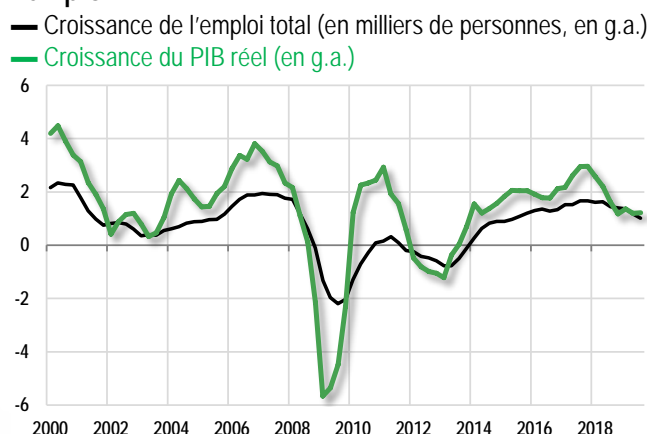
Louis Boisset

- La croissance du PIB en zone euro inquiète mais l'emploi surprend toujours par sa relative résilience.
- Cette dynamique n'est pas nouvelle. L'impact négatif sur l'emploi des crises précédentes a été plutôt contenu.
- Malgré les grandes difficultés du secteur, l'emploi manufacturier résiste particulièrement bien.
- Le ralentissement des gains de productivité peut favoriser, au moins à court terme, l'enrichissement de la croissance en emplois.
- Recul de la croissance des heures travaillées et de l'emploi peu qualifié : un possible phénomène de rétention de main-d'œuvre est en cours dans les entreprises de la zone euro.

Depuis la fin de l'année 2017, l'activité économique a sensiblement ralenti dans la zone euro. De +0,8% en variation trimestrielle au T4 2017, la croissance du PIB a baissé pour atteindre seulement +0,2% ces derniers trimestres. Le secteur manufacturier, qui est entré en récession au second semestre 2018, concentre les inquiétudes. L'activité dans le secteur des services, même si elle ralentit, résiste et affiche une croissance positive. La résilience de l'emploi est à ce titre déterminante et continue de surprendre. Bien qu'en repli, la croissance de l'emploi total en zone euro est en effet restée relativement robuste et dépasse sa moyenne de long terme (cf. graphique 1). Au T3 2019, l'emploi total a progressé de +1,0%¹ (en glissement annuel, après 1,2% et +1,4% au T2 et T1 2019 respectivement), contre +0,7% en moyenne depuis 2011. L'ajustement lent et limité de l'emploi est-il inédit en zone euro ? Des spécificités par branche d'activité émergent-

¹ Nous raisonnons ici en milliers de personnes. En heures travaillées, le constat est proche : la dynamique de l'emploi ralentit graduellement depuis le milieu de l'année 2018. Aux T2 et T3 2019 toutefois, le ralentissement est plus marqué (voir plus bas dans l'article).

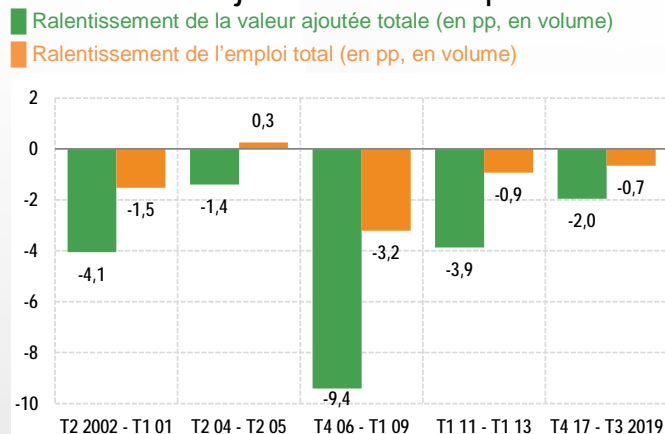
Zone euro : Ralentissement du PIB, résistance de l'emploi



Graphique 1

Source : Eurostat

Une résistance déjà observée dans le passé



Note : Ce graphique représente les écarts de taux de croissance entre les pics et les creux. Par exemple, entre le T4 2006 et le T1 2009, la croissance de la valeur ajoutée a baissé de 9,4 points.

Graphique 2

Source : Eurostat

DIRECTION DES ETUDES
ECONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

elles ? Comment expliquer une telle résistance ? Cette situation peut-elle durer ? Autant de questions auxquelles nous allons tenter d'apporter des éléments de réponse.

Une situation pas si exceptionnelle que cela

Malgré un ralentissement économique assez marqué, la dynamique de l'emploi résiste encore en zone euro depuis la fin de l'année 2017. Bien qu'elle puisse interpeler, cette réactivité modérée de l'emploi à un choc négatif d'activité ne semble pas être un phénomène nouveau. Lors des phases précédentes de ralentissement ou de récession en zone euro, le recul de la croissance de l'emploi n'a pas été particulièrement plus prononcé. Nous avons distingué cinq phases entre 2000 et aujourd'hui. Elles correspondent à différentes périodes séparant les pics et les creux de croissance annuelle de la valeur ajoutée (VA) totale en volume en zone euro : T2 2000-T1 2002 (bulle internet), T2 2004-T2 2005 (ralentissement modéré), T4 2006-T1 2009² (grande crise financière), T1 2011-T1 2013 (crise de la dette) et T4 2017-T3 2019 (ralentissement actuel). Comme indiqué sur le graphique 2, relativement à l'ampleur des chocs négatifs sur l'activité, le ralentissement de l'emploi par le passé n'a pas été particulièrement plus marqué qu'aujourd'hui.

L'emploi manufacturier résiste malgré les difficultés

La dégradation de l'activité dans le secteur manufacturier en zone euro a été particulièrement marquée depuis la fin de l'année 2017. De +4,7% au T4 2017 en glissement annuel (g.a.), la croissance de la valeur ajoutée manufacturière (en volume) est passée à -1,1% au T3 2019. Toutefois, l'effet négatif sur l'emploi est pour l'heure relativement contenu, sa croissance étant passée de +1,4% à +0,7% sur la période. Dans le même temps, la VA dans les services³ a enregistré une bien moindre décélération (sa croissance est passée de +2,8% à +1,7%) tandis que, relativement, l'effet sur l'emploi a été nettement plus fort (la croissance de l'emploi a baissé de -0,7 pt).

Au regard de la courte histoire économique de la zone euro, cette situation n'est pas nouvelle. En effet, lors des phases précédentes de ralentissement ou de récession, l'emploi dans les services a été particulièrement affecté par la baisse de la croissance dans ce secteur. A contrario, les chocs négatifs sur l'activité manufacturière ont eu un effet nettement moindre sur la dynamique de l'emploi du secteur (cf. graphiques 3a et 3b).

Comment expliquer cette situation ?

Des changements structurels : évolutions démographiques, ralentissement de la productivité du travail, intensité capitalistique

Les gains de productivité du travail se tassent sensiblement depuis la fin de l'année 2018 en zone euro (cf. graphique 4). Cette dynamique est particulièrement prononcée en Italie et en Allemagne. Le cycle de productivité est très marqué sur la période récente, reflétant le faible ajustement de l'emploi à court terme au ralentissement de l'activité. Ces performances

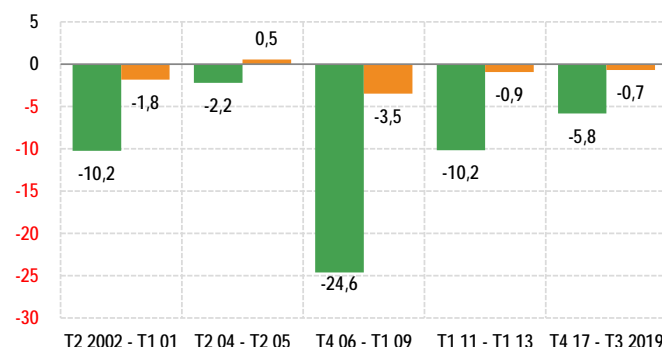
² Bien que la récession n'arrive qu'en 2008, le début du ralentissement date de fin 2006.

³ Nous considérons ici l'ensemble des services, marchands et non marchands.

L'emploi manufacturier reste impossible

■ Ralentissement de la valeur ajoutée manufacturière (en pp, en volume)

■ Ralentissement de l'emploi manufacturier (en pp, en volume)



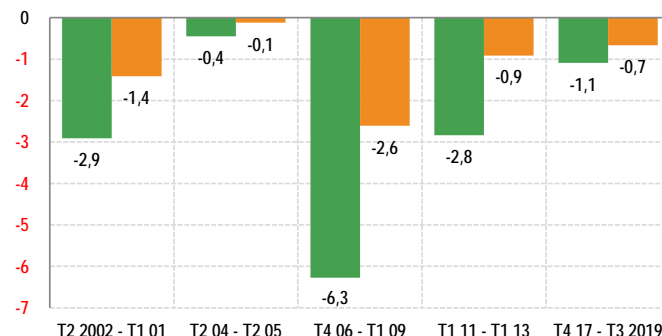
Graphique 3a

Source : Eurostat

Jusqu'ici, les services résistent

■ Ralentissement de la valeur ajoutée dans les services (en pp, en volume)

■ Ralentissement de l'emploi dans les services (en pp, en volume)



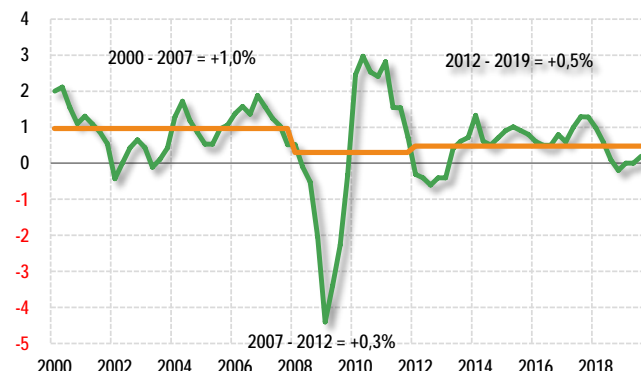
Graphique 3b

Source : Eurostat

En toile de fond, moins de gains de productivité

— Croissance de la productivité du travail par personne employée (en glissement annuel)

— Moyenne par sous-période



Graphique 4

Source : Eurostat

s'inscrivent toutefois dans un contexte plus large de ralentissement tendanciel de la productivité en zone euro, mais également dans de nombreux pays avancés. Cela signifie que le seuil minimum de croissance économique à partir duquel des emplois sont créés, est plus bas. Par ailleurs, des évolutions démographiques majeures sont à l'œuvre en zone euro. Le ralentissement de la population active depuis le début des années 2000 facilite, toutes choses égales par ailleurs, la stabilisation du chômage.

Par ailleurs, le secteur industriel manufacturier est réputé intense en capital (comme certains services tels que les télécommunications), ce qui pourrait expliquer la faible réaction de l'emploi dans ce secteur, eu égard à la baisse de la croissance de l'activité. L'ajustement pourrait alors davantage s'opérer du côté de l'investissement. A ce titre, l'investissement en machines et équipements en zone euro, certes, ralentit depuis fin 2017, mais sa croissance reste positive.

Rétention de main-d'œuvre par les entreprises

Face au ralentissement de leur activité et de la demande, les entreprises peuvent décider de conserver une partie de leurs travailleurs au détriment de leurs marges. La « rétention de main-d'œuvre » peut ainsi être définie comme la proportion du facteur travail sous-utilisée par une entreprise pendant le processus de production à un instant donné. Du point de vue de l'entreprise, la rétention d'une partie de la main-d'œuvre peut être optimale compte tenu des coûts fixes associés à l'ajustement des effectifs⁴. Ces coûts dépendront des spécificités institutionnelles et législatives nationales relatives au marché du travail⁵.

Par le passé, des phénomènes de rétention de main-d'œuvre ont été observés en zone euro. Lors de la crise de 2008-2009, entre le pic et le creux de l'activité et malgré la sévère contraction du PIB, les réductions d'emplois ont été relativement limitées⁶. La rétention de travailleurs a permis de limiter l'effet de la crise sur l'emploi et le chômage. Ceci s'est fait dans certains pays par un ajustement plus sensible du volume d'heures travaillées et le développement de contrats à temps partiel notamment. Cela dit, les évolutions sur le marché de l'emploi ont été différentes entre Etats membres, le chômage ayant par exemple drastiquement augmenté en Espagne entre fin 2007 et fin 2011 tandis qu'il baissait en Allemagne.

Des logiques de rétention de main-d'œuvre pourraient être en cours en zone euro, voire exacerbées par les difficultés de recrutement relevées par les entreprises. Le volume d'heures travaillées a dans ce cadre, ralenti depuis le pic de fin 2017, et davantage aux T2 et T3 2019 (cf. graphique 5). Au T3 2019, la croissance des heures travaillées en zone euro a baissé atteignant +0,7% après +1,6% au T1 2019, et +0,9% au T2. Ce constat est plus marqué dans la branche manufacturière. Dans cette branche, des différences subsistent entre les pays. Depuis début 2019, l'Allemagne et les Pays-Bas ont réduit la croissance des heures travaillées dans le manufacturier tandis qu'elle est restée stable en France.

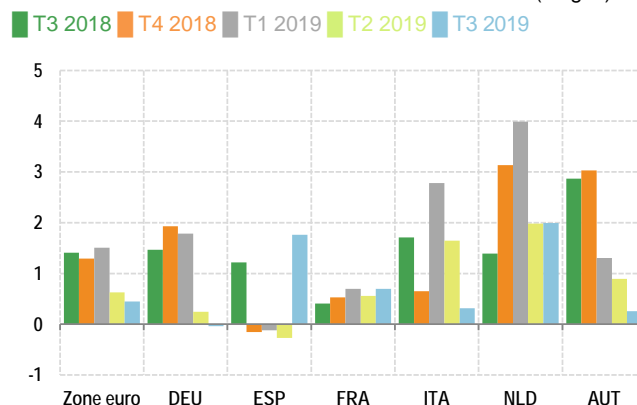
⁴ BCE, *Labour hoarding in the euro area*, bulletin mensuel, encadré 4, juillet 2013

⁵ Les entreprises peuvent également préférer diminuer le volume de travail en réduisant les heures travaillées.

⁶ BCE, *Euro area labour markets and the crisis*, Occasional Paper Series, n°138, octobre 2012

Ajustements des horaires dans les entreprises

Croissance des heures travaillées dans le manufacturier (en g.a.)

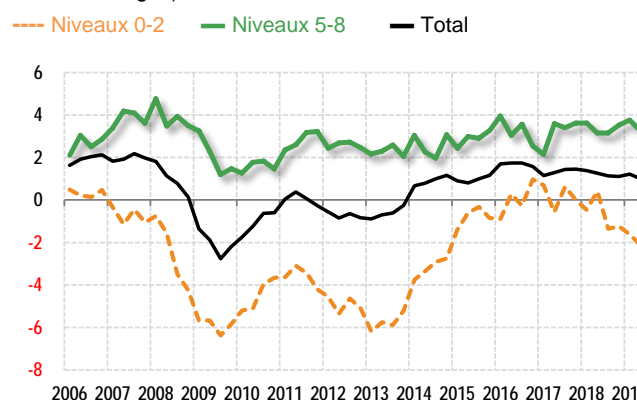


Graphique 5

Source : Eurostat

Une rétention d'emploi ciblée sur les personnes plus qualifiées

Croissance de l'emploi par niveau d'éducation (population âgée de 15 à 64 ans, en g.a.)



Note : (i) niveaux 0-2 = inférieur à l'enseignement primaire, enseignement primaire et premier cycle de l'enseignement secondaire et (ii) niveaux 5-8 = Enseignement supérieur

Graphique 6

Source : Eurostat

Par ailleurs, comme par le passé, il semble que le ralentissement actuel affecte davantage l'emploi des populations dont le niveau d'éducation est le plus bas. A l'échelle agrégée, la croissance de l'emploi des personnes ayant un faible niveau d'éducation baisse depuis début 2018 tandis que celle des personnes les plus éduquées reste allante (cf. graphique 6). En France, cet écart de dynamique est particulièrement important.

Quelle sera l'évolution au cours des prochains trimestres ?

La croissance du PIB de la zone euro s'est stabilisée au T3 2019 (+0,2% en t/t) et l'emploi a continué son lent ralentissement (+1,0% en g.a. après +1,2%). Au cours des prochains trimestres, l'évolution du marché de l'emploi sera déterminante, compte tenu de son influence sur la consommation des ménages, et plusieurs éléments permettent de rester plutôt confiant.

D'abord, la demande interne continue à résister et prend le relais de la demande externe. Alors que les exportations nettes (i.e. diminuées des importations) ont en moyenne négativement contribué à la croissance depuis début 2018, l'investissement l'a soutenue tout comme la consommation privée. Ceci est de bon augure, la demande interne, en particulier la consommation des ménages, étant plus riche en emplois que les exportations⁷. En effet, la consommation privée est en grande partie constituée de services hautement intenses en travail, davantage que le secteur manufacturier exportateur. Par exemple, lors de la crise des dettes souveraines en zone euro, la consommation privée avait été plus affectée que les exportations. Le chômage avait alors sensiblement augmenté relativement au ralentissement de l'activité. Lors de l'épisode récessif de 2008-2009 les exportations avaient souffert, davantage. Le chômage avait certes, progressé, mais de manière relativement contenue par rapport à la chute de la croissance du PIB. Depuis fin 2017, le taux de chômage a baissé de l'ordre de 1 point en zone euro.

Ensuite, les politiques budgétaire et monétaire en zone euro devraient globalement continuer à soutenir la demande interne et la croissance. Du côté monétaire, les dernières annonces semblent indiquer que les conditions de financement resteront durablement très accommodantes. De son côté, la politique budgétaire au niveau agrégé devrait être, en 2020, légèrement expansionniste⁸.

Enfin, malgré une baisse de l'ordre de 2 points de valeur ajoutée depuis le T2 2017, les marges des entreprises non financières de la zone euro restent encore à un niveau assez confortable (supérieur à 39% de la VA au T2 2019). Toutefois, la rétention de main-d'œuvre pèse sur la rentabilité des entreprises et pourrait n'être ainsi que temporaire, d'autant plus si le ralentissement venait à durer ou à s'accroître.

Louis Boisset

louis.boisset@bnpparibas.com

⁷ BCE, *Disaggregating Okun's law-Decomposing the impact of the expenditure components of GDP on euro area unemployment*, R. Anderton et al., Working Paper Series n°1747, décembre 2014

⁸ Commission européenne, *European Economic Forecast*, automne 2019

RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31 william.devijlder@bnpparibas.com

ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

Jean-Luc Proutat

Responsable – Etats-Unis, Royaume-Uni

+33 1 58 16 73 32 jeanluc.proutat@bnpparibas.com

Hélène Baudchon

France – Marché du travail

+33 1 58 16 03 63 helene.baudchon@bnpparibas.com

Louis Boisset

Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon

+33 1 57 43 02 91 louis.boisset@bnpparibas.com

Frédérique Cerisier

Zone euro (gouvernance européenne et finances publiques), Espagne, Portugal

+33 1 43 16 95 52 frederique.cerisier@bnpparibas.com

Raymond Van Der Putten

Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse – Energie, climat – Projections à long terme

+33 1 42 98 53 99 raymond.vanderputten@bnpparibas.com

Tarik Rharrab

Statistiques

+33 1 43 16 95 56 tarik.rharrab@bnpparibas.com

ECONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon

Responsable

+33 1 42 98 56 54 laurent.quignon@bnpparibas.com

Laure Baquero

+33 1 43 16 95 50 laure.baquero@bnpparibas.com

Céline Choulet

+33 1 43 16 95 54 celine.choulet@bnpparibas.com

Thomas Humblot

+33 1 40 14 30 77 thomas.humblot@bnpparibas.com

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure

Responsable, Argentine, Turquie, Ukraine, Europe centrale

+33 1 42 98 79 82 francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier

Adjointe – Grande Chine, Vietnam, Afrique du Sud

+33 1 42 98 56 27 christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby

Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04 stephane.alby@bnpparibas.com

Sara Confalonieri

Afrique lusophone et anglophone

+33 1 42 98 43 86 sara.confalonieri@bnpparibas.com

Pascal Devaux

Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51 pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00 helene.drouot@bnpparibas.com

Salim Hammad

Amérique latine

+33 1 42 98 74 26 salim.hammad@bnpparibas.com

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan, CEI

+33 1 58 16 05 84 johanna.melka@bnpparibas.com

CONTACT MEDIA

Michel Bernardini

+33 1 42 98 05 71 michel.bernardini@bnpparibas.com



NOS PUBLICATIONS

**CONJONCTURE**

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

**EMERGING**

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes

**PERSPECTIVES**

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents

**ECOFASH**

Un indicateur, un évènement économique majeur. Le détail ...

**ECOWEEK**

L'actualité économique de la semaine et plus...

**ECOTV**

Tous les mois, nos économistes décryptent l'actualité économique, en images

**ECOTV WEEK**

Quel est l'évènement de la semaine ?

La réponse dans vos deux minutes d'économie

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de celle (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquels il a été élaboré.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris. Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Frankfurt sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Frankfurt sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Frankfurt, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Etats-Unis : le présent document est distribué par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Japon : le présent document est distribué au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 (Regulated Activity Types 1, 4 et 6) en vertu de la Securities and Futures Ordinance. Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

Bulletin édité par les Etudes Economiques – BNP PARIBAS

Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS

Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34 –

Internet : group.bnpparibas.com - www.economic-research.bnpparibas.com

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

VOUS POUVEZ VOUS ABONNER SUR NOTRE SITE ONGLET ABONNEMENT
<http://economic-research.bnpparibas.com>

ET

NOUS SUIVRE SUR LINKEDIN
<https://www.linkedin.com/showcase/bnp-paribas-economic-research/>
OU TWITTER
https://twitter.com/EtudesEco_BNPP