



Document de travail

Contributions des facteurs domestiques et
externes à la dynamique de l'inflation au Maroc

Les opinions exprimées dans ce Document de Travail sont celles des auteurs et ne reflètent pas nécessairement la position de Bank Al-Maghrib. Afin de garantir une meilleure qualité et rigueur scientifique, les documents de travail publiés sont évalués par des arbitres externes, universitaires et chercheurs de banques centrales modernes.

Aucune reproduction ou traduction de la présente publication ne peut être faite sans l'autorisation des auteurs.

L'objet de la publication du présent Document de Travail est de susciter les débats et d'appeler commentaires et critiques.

Si vous avez des commentaires sur ce Document de Travail, veuillez les faire parvenir par e-mail : dr@bkam.ma

Ou par courrier à l'adresse suivante :

Bank Al-Maghrib, Département Recherche 277, Avenue Mohammed V - B.P 445 Rabat

Ce document peut être téléchargé sans frais par voie électronique sur : www.bkam.ma

ISSN (en ligne) : 2509-0658

Dépôt légal : 2016PE0086

Contributions des facteurs domestiques et externes à la dynamique de l'inflation au Maroc

LAHLOU Kama¹ et BENNOUNA Hicham²

RÉSUMÉ

L'objectif de ce travail est d'analyser les déterminants de l'inflation au Maroc durant la dernière décennie, marquée par plusieurs faits saillants, tant au niveau national qu'international. Les résultats de l'estimation de la courbe de Phillips, augmentée par les facteurs externes, et du modèle SVAR avec restriction des signes, ont fait ressortir que : (i) la demande domestique impacte de plus en plus faiblement l'évolution de l'inflation, (ii) la dynamique de l'inflation est essentiellement influencée par son passé (persistance), (iii) dans le sillage de l'accélération de l'intégration du Maroc à l'économie mondiale, le rôle des facteurs externes s'est considérablement consolidé, (iv) eu égard aux mutations qu'a connu le cadre de politique monétaire, les anticipations d'inflation sont de plus en plus influentes.

Mots clés : Inflation, globalisation, anticipations, courbe de Phillips, modèle SRVARs.

Classification-JEL: C53, E31, E37, F02, F62. ➔

ABSTRACT

This paper aims to identify the main drivers of inflation in Morocco during the last decade, distinguished by large and repeated shocks. Empirical evidence from the augmented Phillips curve and sign restrictions SVAR model suggest the following conclusions : (i) the domestic demand impacts to lesser extent inflation, (ii) inflation is persistent given the prominent role of its backward-looking component, (iii) the role of global factors has been considerably consolidated, in line with the acceleration of trade and financial integration as well as economic transformation and integration into global value chain, (iv) inflation expectations are increasingly playing an important role in the price setting mechanism, reflecting continued efforts to upgrade the analytical framework of monetary policy.

Keywords: Inflation, globalization, expectations, Phillips curve, SRVARs model.

JEL-classification : C53, E31, E37, F02, F62. ➔

¹ Responsable du Service Analyse des Politiques Publiques au Département Recherche de Bank Al-Maghrib (k.lahlou@bkam.ma).

² Economiste au Département Afrique du Fonds Monétaire International (Hbennouna@imf.org).

Introduction

En moyenne, l'inflation au niveau mondial est passée de presque 20% durant les années 1980 et 1990 à environ 5% au cours de la décennie 2000. Cette modération des prix s'est même prolongée après la crise financière internationale pour se situer vers la fin de l'année 2019 à un taux moyen proche de 3%. Bien qu'avec des ampleurs différentes, la baisse de l'inflation a concerné à la fois les pays avancés et les économies émergentes et en développement, malgré les fortes pressions dues aux variations des cours des matières premières, aux incertitudes exacerbées par la volatilité de l'activité économique, ainsi qu'à l'instabilité des marchés financiers (Bems et al. 2018).

Néanmoins, la crise sanitaire de la Covid-19 qui a touché la plupart des pays et plus récemment la guerre en Ukraine ont de nouveau plongé l'inflation dans une dynamique haussière. Plusieurs facteurs peuvent expliquer ce changement de trajectoire observé particulièrement à partir de fin 2021 (Ha et al. 2021 ; Bonam et Smadu 2021 ; Cavallo 2021). Premièrement, les gouvernements ont dû sensiblement augmenter leurs dépenses de santé, de soutien aux ménages vulnérables et aux travailleurs en chômage et d'aides aux entreprises qui se sont retrouvées à cause de la pandémie dans une situation d'arrêt total ou partiel de leurs activités. De même, la politique monétaire a été exceptionnellement accommodante pour éviter un resserrement des conditions du crédit et soulager la trésorerie des entreprises. Ces politiques ont ainsi atténué les impacts économiques négatifs de la pandémie, mais ils ont également ravivé les pressions haussières sur les prix. Deuxièmement, le développement rapide de vaccins a permis à de nombreux pays de lever progressivement les mesures restrictives à l'instar de la distanciation sociale, du couvre-feu et de la fermeture des frontières. Cet allègement a contribué aussi au soutien de la relance de l'activité économique, alors que les ménages étaient d'ores et déjà dans un processus de consommation de leurs épargnes et de libération de la demande retardée par la crise. Troisièmement, bien que la fermeture d'un grand nombre de lieux de travail ait pu avoir des effets néfastes sur certaines activités, des secteurs ont bien au contraire réalisé une hausse significative de leur chiffre d'affaires comme la santé et les télécommunications, ou bien, se sont rapidement adaptés grâce à la possibilité de travailler à distance. Certes, l'impact asymétrique de la pandémie et la résilience des entreprises varient significativement d'une économie à l'autre, mais ils ont probablement aidé à atténuer les pressions baissières sur l'inflation, donnant ainsi plus de poids aux tensions à la hausse. Enfin, les difficultés d'approvisionnement résultant des perturbations liées aux chaînes de valeurs et au renchérissement des coûts de transport et d'emballage dans le sillage de la flambée des prix des matières premières notamment énergétiques et alimentaires, ont également contribué de manière significative à la hausse de l'inflation.

Eu égard à ces tendances, les interrogations relatives aux différents déterminants de l'inflation n'ont cessé d'alimenter une vaste littérature qui a particulièrement évolué ces dernières années. En effet, les travaux portant sur l'estimation de la courbe de Phillips accordaient un rôle primordial au PIB et aux anticipations de l'inflation et dans une moindre mesure aux facteurs externes (Forbes 2019). Ce n'est qu'après la détérioration des performances prédictives de ces modèles durant les années qui ont suivi la crise financière de 2007, qu'une nouvelle vague de travaux a émergé, mettant l'accent sur l'aplatissement de la courbe de Phillips³. Ces travaux suggèrent que les effets de la globalisation croissante des économies sur l'inflation dépassent dans certaines conditions l'influence des facteurs domestiques.

Le rôle croissant des facteurs externes dans la dynamique de l'inflation est principalement dû à l'intégration commerciale de plus en plus importante des pays, en raison d'un côté, de l'augmentation de la part des produits importés dans le panier de consommation des ménages, et de l'autre côté, de la forte dépendance des prix domestiques à l'évolution de la demande étrangère. En outre, le développement des chaînes de valeurs mondiales a favorisé une plus grande concurrence par les prix et une pression à la baisse sur les marges bénéficiaires des entreprises. En effet, il est désormais possible de s'approvisionner en produits finis de consommation à partir des fournisseurs les moins chers, ou bien, d'utiliser les chaînes d'approvisionnement mondiales pour déplacer la production là où elle peut être effectuée à moindres coûts.

³ *L'inflation n'augmenterait pas autant que prévu même si la production converge vers son niveau potentiel.*

Le commerce mondial est de plus en plus tiré par la croissance au sein des économies émergentes, au vu du poids croissant notamment de la Chine et de l'Inde dont la demande influence dans une grande mesure l'évolution des cours des matières premières. In fine, la globalisation des économies est à même d'affaiblir la relation entre l'inflation et les salaires qui constitue le noyau de la courbe de Phillips. Même si l'économie locale s'approche de son potentiel, le pouvoir de négociation des travailleurs n'augmenterait pas pour autant et les marges des entreprises resteraient modérées en raison de la concurrence des produits importés et des possibilités de substitution.

Les résultats des travaux empiriques confirment la prédominance du rôle des facteurs externes pour expliquer la dynamique de l'inflation particulièrement durant les dernières années. Nagy et Tengely (2018) ont souligné à partir de modèles estimés sur 5 pays émergents d'Europe de l'Est que l'inflation est principalement influencée par l'accélération de la globalisation et de l'intégration des pays dans les chaînes mondiales de production. Cette influence s'exerce ainsi à travers différents canaux qui sont l'ouverture commerciale, la concurrence accrue résultant de l'intégration économique, la division internationale du travail et l'apparition d'une nouvelle main-d'œuvre à bas coût dans les chaînes de production se traduisant directement une tendance à la baisse des prix. Aussi, Forbes (2019) a conclu à partir d'un échantillon de 43 pays avancées, émergents et en développement que les facteurs communs dont principalement les cours des matières premières, la croissance de l'économie mondiale, les taux de change et les chaînes de valeur mondiales sont les déterminants les plus importants de l'inflation. Sur le même registre, Ha et al. (2019) ont essayé à l'aide d'un modèle à facteurs dynamiques et sur un échantillon de 25 économies avancées et 74 pays émergents et en développement de décomposer l'inflation dans chaque pays en un facteur mondial partagé par tous les pays, un facteur partagé uniquement avec le même groupe de pays et un dernier facteur idiosyncratique ou propre au pays. Il ressort globalement qu'au fil du temps, les mouvements d'inflation sont devenus de plus en plus synchronisés à l'échelle internationale vu que depuis 2001 le facteur mondial commun représente environ 22% des variations des taux d'inflation. La synchronisation de l'inflation est également devenue plus large alors qu'elle était auparavant plus prononcée chez les économies avancées qu'au sein des économies émergentes et en développement. En outre, la synchronisation de l'inflation est devenue significative pour tous les produits depuis 2001, alors qu'elle concernait auparavant davantage les biens échangeables.

Pour autant, l'influence des facteurs internes n'a pas totalement disparu des analyses dédiées aux déterminants de l'inflation. Bems et al. (2018) ont montré à travers des modèles estimés sur 19 grandes économies émergentes que les anticipations à long terme de l'inflation sont le principal déterminant dans ces pays. Les résultats soulignent aussi que même si les marchés émergents soient de plus en plus intégrés à l'économie mondiale, les banques centrales demeurent largement en mesure d'orienter l'évolution de l'inflation. D'autres travaux récents ont également mis la lumière sur la contribution des réformes menées par les pays dans la stabilisation du cadre macroéconomique. Ainsi, les résultats de Calderón et Schmidt-Hebbel (2008) montrent à partir de modèles estimés sur 97 pays de différents stades de développement que suite aux épisodes de forte inflation et d'hyperinflation, les régimes de ciblage de l'inflation ont contribué à ramener les prix à des taux relativement plus modérés. Vegh and Vuletin (2014) ont confirmé que l'inflation observée dans les pays émergents et en développement reflète, en grande partie, les résultats des réformes institutionnelles mises en œuvre dont notamment la flexibilisation du régime de change, l'adoption du ciblage de l'inflation et de règles budgétaires plus strictes. Enfin, pour Ha et al. (2019) l'intensification de la synchronisation de l'inflation au fil des années a coïncidé avec l'amélioration des politiques économiques dans de nombreux pays, des liens commerciaux mondiaux plus solides et une plus grande similitude des cadres de politique monétaire donnant lieu à des décisions relativement convergentes.

Depuis la crise financière internationale de 2007, le Maroc a également connu une période prolongée d'inflation modérée, accompagnée d'une atonie de l'activité économique et d'une baisse des taux d'intérêt. Mais à partir de l'année 2022, cette tendance commence à s'inverser et l'inflation affiche une hausse continue dans un contexte de fortes pressions sur les prix des matières premières et de tensions géopolitiques au niveau mondial. En s'inspirant des travaux de la littérature sur des pays développés et émergents, ce travail vise à analyser les déterminants interne et externe de l'inflation au Maroc et ce pour apporter des éclairages aux questions suivantes : Quelle est la contribution de la croissance, de la persistance, de

l'inflation importée, des anticipations de l'inflation et de la politique monétaire à l'évolution des prix domestiques ? Comment ces différents déterminants ont évolué dans le temps ?

Le reste de ce document est structuré comme suit. La première section rappelle brièvement la contribution d'une inflation maîtrisée à la stabilité du cadre macroéconomique. La deuxième section revient sur les principales évolutions de l'inflation au Maroc durant les dernières années. La troisième section présente les résultats d'estimation des différentes spécifications de la courbe de Phillips. Enfin, dans une dernière section, l'évolution des déterminants de l'inflation sera analysée à travers les élasticités des coefficients estimés, la décomposition des déterminants domestiques et externes, ainsi que la décomposition historique des chocs issus de l'estimation d'un modèle SVAR avec restrictions des signes.

1. Inflation et stabilité du cadre macroéconomique

Un faible taux d'inflation, qui ne découle pas d'une amélioration de la productivité, ne garantit pas un environnement macroéconomique favorable. Les risques de voir l'économie sombrer dans une spirale déflationniste augmentent considérablement. Aussi, les appréhensions d'une hausse du chômage s'accroissent à cause de la rigidité à la baisse des salaires qui, ne suivant pas le mouvement baissier des prix, réduisent la rentabilité des investissements (White 2006).

En revanche, quand l'inflation est maîtrisée, il est plus facile d'identifier les secteurs où les ressources de l'économie doivent être déployées. A titre d'illustration, si l'inflation s'accroît essentiellement à cause de l'envolée des cours de l'énergie, la hausse de ce prix relatif contient des informations importantes pour les investisseurs dont la mesure où ils peuvent s'orienter vers le développement des énergies renouvelables ou les secteurs qui consomment moins d'énergie et augmenter ainsi leur rentabilité. A l'opposé, si tous les prix augmentent au même rythme, il serait extrêmement ardu d'identifier la source la plus importante de cette hausse et donc d'identifier les secteurs d'activités les plus rentables (Aksoy et al. 2017).

Cependant, quand l'inflation se situe à un niveau élevé, sa volatilité augmente significativement ce qui laisse présager un accroissement des incertitudes qui entourent l'évolution future des prix (Ball 1992). Dans pareils contextes, les épargnants et les prêteurs exigent une prime de risque supplémentaire afin de compenser la perte attendue de la valeur de la monnaie qu'ils détiennent et, in fine, de leur pouvoir d'achat, ce qui perturbe considérablement l'activité réelle en raison de la hausse des taux d'intérêt nominaux et du renchérissement des coûts de financement.

Par ailleurs, quand le renchérissement de l'inflation est correctement anticipé, il provoque des phénomènes comme les « menus costs » ou les charges supplémentaires pour les entreprises dues à la hausse des prix des produits intermédiaires et des salaires, ainsi les « Shoe-leather costs » qui sont liés à l'augmentation du temps passé par les ménages pour effectuer les achats et aux suppléments à déboursier pour compenser la baisse de la valeur de la monnaie. Toutefois, si la hausse de l'inflation n'est pas bien anticipée, elle crée un environnement d'incertitudes où les ménages ont des difficultés à prendre des engagements de long terme et les entreprises peinent à investir craignant une baisse des rendements futures.

En matière de stabilité financière, la hausse de l'inflation désintéresse les ménages des instruments financiers à rendement nominal fixe ce qui défavorise l'épargne intermédiaire proposée par les banques (Wright 2011). Ceci peut contraindre les banques à s'appuyer sur d'autres ressources que les dépôts ce qui aura comme conséquence une augmentation du coût à court terme du financement de leurs portefeuilles d'investissement qui s'inscrit généralement dans le moyen et long terme. On devrait assister ainsi à une recrudescence des risques de maturité inhérents aux bilans des intermédiaires financiers qui détiennent des actifs à long terme, souvent à des taux d'intérêt fixes, contre des passifs à court terme dont le coût augmente.

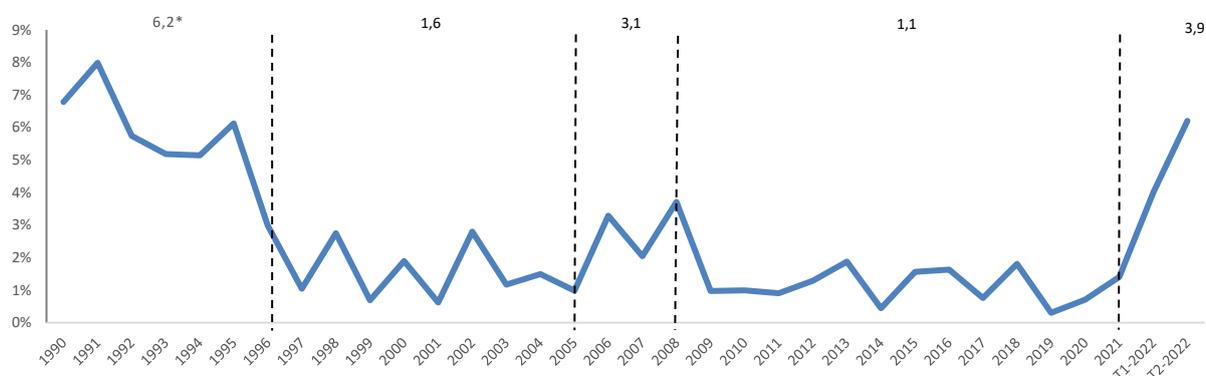
L'inflation affecte également la distribution des revenus et des richesses entre les classes sociales (Erosa et Ventura 2002). Durant les cycles marqués par la hausse des prix, les revenus réels des ménages pauvres ont tendance à baisser davantage que ceux des ménages à revenu élevé en raison de leur forte propension à consommer par rapport au revenu et d'une

certaine dépendance aux aides sociales. Par conséquent, la consommation nationale a tendance à fléchir et des tensions sociales apparaissent pour revoir la politique des salaires. Les budgets des gouvernements subissent également de fortes pressions si des produits de base sont subventionnés.

2. Quelques faits stylisés de l'inflation au Maroc

Au cours des trois dernières décennies, l'inflation au Maroc a globalement affiché un profil modéré et stable (voir graphique 1). Les années 1990 marquent le début de cette tendance avec un taux d'inflation qui est revenu d'une moyenne de 6,2% à 1,6% sur la période 1996-2005. Une certaine hausse a été observée entre 2006 et 2008 à cause du renchérissement des prix des matières premières, mais un retour à un taux moyen de 1,1% a été effectué à partir de 2009 dans un contexte post crise financière internationale. Cependant, les répercussions économiques de la pandémie de la Covid-19 et de la guerre en Ukraine ont contribué à la hausse significative des prix, observée à partir de fin 2021.

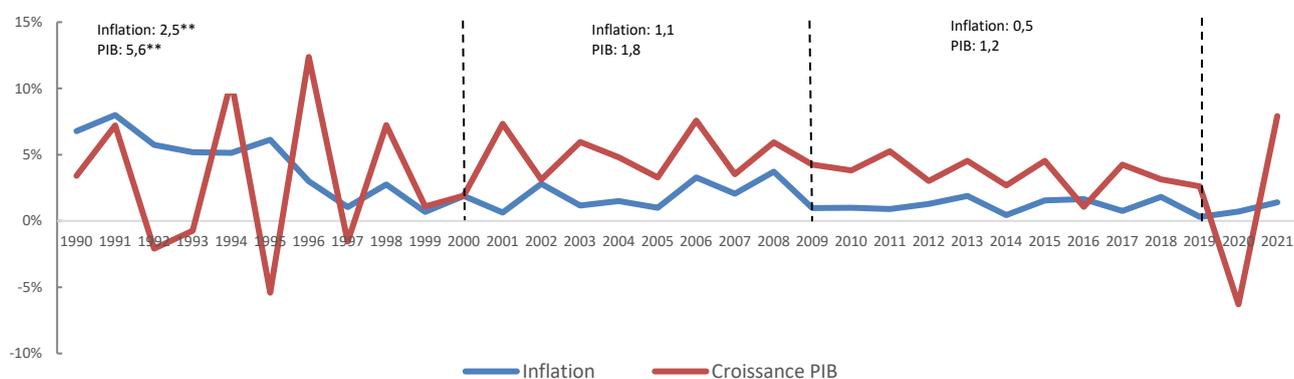
Graphique1 : Evolution de l'inflation au Maroc



Source : Données HCP. * Moyenne.

Plusieurs facteurs sont à l'origine de cette dynamique et qui seront examinés en détail dans la section 3. Mais d'un point de vue analytique, quelques faits stylisés importants méritent d'être relevés (voir graphiques 2, 3 et 4). Durant les années 1990, la forte volatilité du PIB, en lien avec l'instabilité de la VA agricole, peut être considérée comme un facteur qui a contribué aux incertitudes entourant l'activité économique au Maroc. Les efforts entrepris à partir des années 2000 dans le cadre des projets stratégiques visant à mettre à niveau les secteurs productifs à l'instar de l'agriculture, l'industrie et le tourisme ont réduit de manière significative la volatilité du PIB. Cependant, la décennie 2010 a été marquée par une baisse de la production potentielle (Chafik 2017) qui a négativement impacté l'inflation dont la moyenne a fluctué aux environs de 1%.

Graphique 2 : Evolution de l'inflation et de la croissance du PIB réel

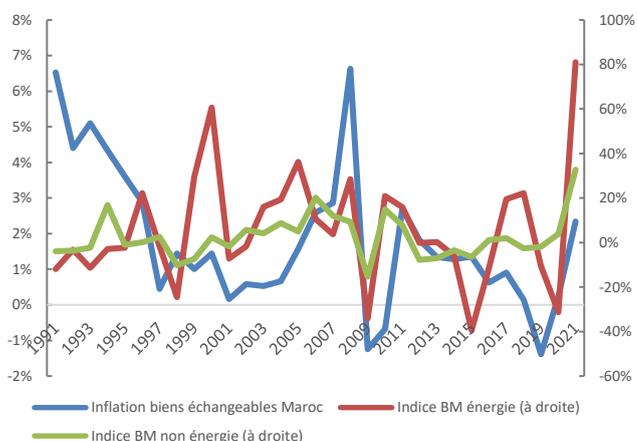


Source : Données HCP. ** Ecart-type

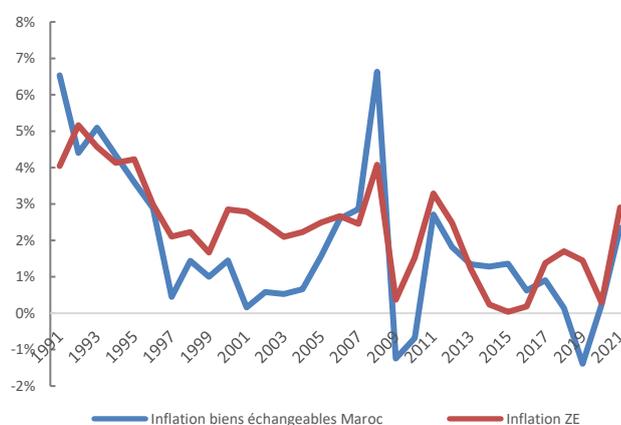
Les réformes menées par le Maroc se sont consolidées durant les deux dernières décennies. L'objectif étant de libéraliser l'économie nationale pour favoriser la concurrence et stimuler la compétitivité. Ainsi, le processus de dérèglementation et de décompensation s'est accéléré et les produits de consommation toujours concernés par la subvention de l'état sont désormais le gaz butane, le sucre et la farine. Au plan des échanges avec les principaux partenaires, les contraintes tarifaires et logistiques sur le commerce ont été allégées, parallèlement à la signature de plus de 57 accords de libre-échange et taux préférentiels, contribuant à porter le taux d'ouverture de l'économie à presque 80% du PIB. Les autorités publiques ont également procédé à l'assouplissement de la réglementation de change pour offrir aux entreprises et investisseurs un cadre plus adapté à leurs besoins. Par conséquent, l'économie marocaine a renforcé son intégration à l'échelle internationale et l'influence des facteurs externes s'est significativement consolidée, sachant que la dépendance énergétique évaluée à 88%⁴ ne peut qu'accentuer cette tendance (voir graphique 3).

A partir du statut de 2006 qui a été davantage approfondi en 2019, le cadre stratégique de politique monétaire assigne à Bank Al-Maghrib comme principal objectif la stabilité des prix. Pour l'atteindre, BAM bénéficie de l'autonomie vis-à-vis du gouvernement et s'appuie sur le taux de change comme ancre nominale de la politique monétaire. Entre 2001 et 2014, le panier d'ancrage du dirham était composé de 80% euro et 20% dollar. En 2015, les pondérations du panier ont été revues, soit 60% euro et 40% dollar et ce pour mieux s'adapter à la structure des échanges. Le poids des flux commerciaux avec la zone euro (70% des exportations et 60% d'importations) et l'ancrage du dirham ont ainsi permis de contribuer à maîtriser l'inflation à un niveau stable et modéré (voir graphique 4). Par ailleurs, il convient de signaler que pour renforcer la résilience de l'économie vis-à-vis des chocs externes et consolider les marges de manœuvre de la politique monétaire, une réforme du régime de change a démarré à partir de 2018 et dont l'objectif est de passer graduellement à un taux flexible et d'adopter, in fine, de ciblage de l'inflation

Graphique 3 : Evolution de l'inflation des échangeables et des indices des matières premières



Graphique 4 : Evolution de l'inflation des échangeables et de l'inflation dans la ZE



Source : Données HCP et Banque Mondiale.

En somme, plusieurs facteurs ont pu contribuer à l'évolution de l'inflation observée au Maroc particulièrement durant les années 2000. Les politiques entreprises ont permis, dans une certaine mesure, de stabiliser la croissance et de réduire les incertitudes sur les prix. Tandis que la persistance de la dépendance énergétique et le renforcement de l'ouverture sur les principaux partenaires ont renforcé l'influence des facteurs externes.

La section qui suit devrait ainsi s'atteler à évoluer le poids de chaque déterminant à travers les différentes spécifications estimées de la courbe de Phillips.

⁴ Conseil Economique, Social et Environnemental, 2020.

3. Déterminants de l'inflation : enseignements à partir de la courbe de Phillips

La courbe de Phillips est un modèle « standard » qui analyse la dynamique de l'inflation en fonction de trois composantes: l'activité économique, l'inflation passée et les anticipations d'inflation (Jordà 2019a). Ainsi, plus l'économie se rapproche de son potentiel, plus les pressions sur les prix augmentent. Mais l'inflation a tendance à réagir lentement aux fluctuations de l'activité économique, ce qui signifie qu'elle est persistante et dépend en partie de son passé. De plus, si les agents économiques sont convaincus de l'engagement de la Banque Centrale à préserver la stabilité des prix, ils peuvent négliger les fluctuations de l'inflation et considérer davantage la cible d'inflation comme point d'ancrage.

En s'inspirant des travaux Nagy et Tengely (2018), Bems et al. (2018) et Forbes (2019), les déterminants de l'inflation seront analysés à travers l'estimation d'une courbe de Phillips Néo-keynésienne hybride, augmentée des facteurs externes :

$$\pi_t = \alpha_1 \pi_{t-1} + \alpha_2 Z_t^\pi + \alpha_3 \hat{y}_t + \alpha_4 \pi_t^e + c + \varepsilon_t$$

Avec π est l'inflation sous-jacente, Z^π l'inflation importée, \hat{y} l'écart de production (demande domestique), π^e l'inflation anticipée, c la constante et ε représente le terme d'erreur.

L'inflation sous-jacente⁵ a été utilisée au lieu de l'inflation globale ou du déflateur du PIB pour mieux capter l'évolution des prix à la consommation et ce indépendamment des variations qui peuvent avoir un caractère climatique ou saisonnier. Les travaux dont nous sommes inspirés ont également privilégié l'inflation sous-jacente dans leurs modèles.

L'inflation importée a été approximée à l'aide de l'analyse en composantes principales « ACP ». L'objectif étant de disposer de facteurs qui résument l'information contenue dans plusieurs variables (Forbes, 2019). Le facteur Z^π retenu reflète les pressions externes directes et indirectes sur l'inflation au Maroc vu qu'il est corrélé essentiellement avec les cours de l'énergie et des matières non énergétiques, ainsi qu'avec l'inflation dans les pays de la zone euro⁶.

Pour conforter la robustesse des estimations, plusieurs spécifications alternatives de la courbe de Phillips ont été effectuées afin de tester notamment les effets isolés des prix des produits alimentaires, de l'énergie et des métaux et minéraux.

L'output gap (\hat{y}), ou l'écart de la production par rapport à sa tendance de long terme⁷ a, quant à lui, été utilisé pour prendre en considération les pressions inflationnistes émanant de la demande domestique.

Pour ce qui est de la variable π^e et vu que l'enquête sur les anticipations d'inflation a démarré en 2012, à l'instar de Bems et al. (2018), celle-ci a été approximée par les prévisions de BAM publiées dans le Rapport sur la politique monétaire depuis décembre 2006.

A noter que les modèles ont été estimés sur des données trimestrielles allant de 2006 à 2019. Nous avons exclu la période 2020-2022 à cause de son caractère exceptionnel qui risque d'impacter les résultats nécessitant une modélisation spécifique pour prendre en considération notamment les perturbations des chaînes de valeur mondiales et le renchérissement du coût du fret maritime.

⁵ Calculée par BAM selon la méthode de l'exclusion des produits les plus volatiles.

⁶ Cf. Annexe 3.

⁷ L'équivalent d'un taux de croissance de 4%. A noter que d'autres méthodes alternatives ont été également utilisées à savoir Hodrick-Prescott, Baxter-King, Christiano-Fitzgerald et BAM-QPM.

Le premier résultat phare des estimations (Cf. Tableau 1, Modèle 3) renvoie vers l'importance de la persistance de l'inflation au Maroc dont le coefficient se situe aux environs de 0.73. Le facteur « inflation importée » affiche un coefficient de presque 0.3, tandis que celui de l'output gap est de 0.1. L'inflation anticipée affiche un coefficient significatif de plus de 0.2.

Les constats issus de cette première analyse ont été corroborés par le Modèle 4 qui a mis en évidence le poids très important des produits énergétiques (0.2) et des produits alimentaires (0.17) dans l'évolution de l'inflation au Maroc. Les matières premières non énergétiques, dont principalement les métaux et minerais, affichent un coefficient très faible et non significatif.

Aussi, le modèle 5, qui se base sur les indices calculés par le HCP concernant l'énergie et les produits alimentaires volatils, confirme globalement les corrélations de l'ensemble des modèles précédents. En effet, la persistance reste un facteur déterminant au niveau de l'évolution des prix (0.75), alors que les pressions sur la demande domestique affichent un coefficient relativement plus élevé (0.13). Mais les conclusions majeures qui ressortent de cette spécification sont, d'une part, la corrélation significative (0.1) avec l'indice local de l'alimentaire volatil reflétant le poids de ces produits dans le panier de consommation et, d'autre part, le coefficient relativement faible de l'indice local de l'énergie (0.03) vraisemblablement en raison de la rigidité des prix durant la période de la compensation.

La prépondérance des facteurs externes est ainsi en ligne avec l'accélération de l'insertion du Maroc à l'économie mondiale. Cette influence s'exerce à travers différents canaux dont principalement l'ancrage du dirham sur l'euro, l'ouverture commerciale et l'assouplissement des restrictions sur les flux de capitaux.

Le poids des anticipations d'inflation confirme quant à lui la consolidation de l'opinion publique dans l'engagement de Bank Al-Maghrib à atteindre son objectif de stabilité des prix. En effet, l'amélioration continue du cadre légal et du dispositif analytique et de communication de la politique monétaire ont significativement contribué au renforcement de l'ancrage des anticipations de l'inflation au Maroc.

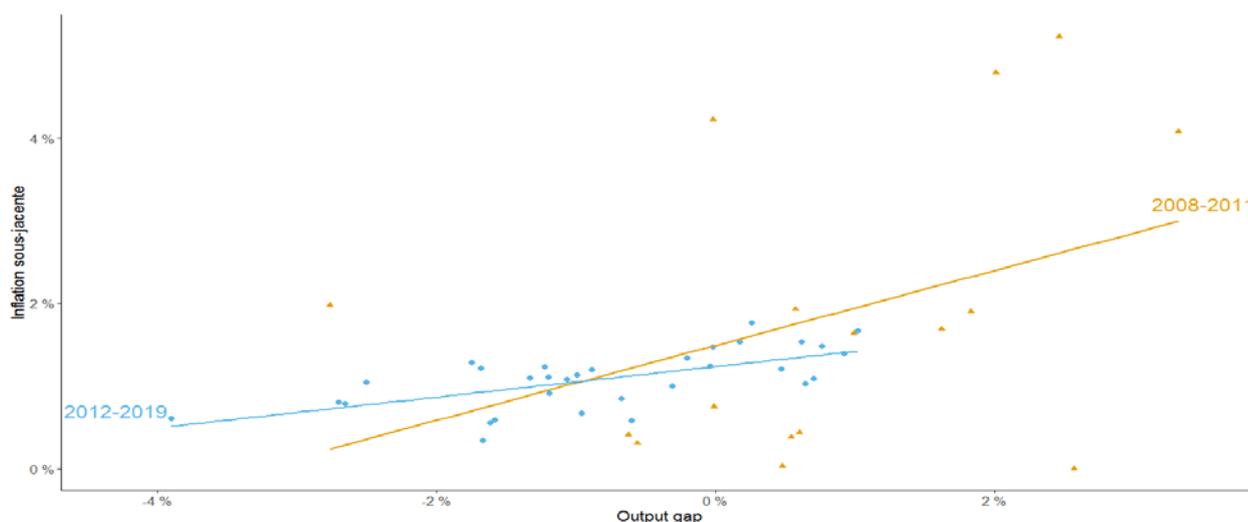
La faible élasticité de la demande domestique signifie qu'une hausse de la croissance de 1 point de pourcentage (pp) ne génère en moyenne qu'un taux d'inflation de moins de 0.1 pp. En outre, le graphique 5 montre que la courbe de Phillips s'est aplatie au Maroc durant la dernière décennie.

Tableau 1 : Résultats des estimations de la courbe de Phillips #

	Modèle 1	Modèle 2	Modèle 3	Modèle 4	Modèle 5
Persistance, π_{t-1}	0.77***	0.73***	0.73***	0.74***	0.75***
Output gap, \hat{y}_t	0.15***	0.08***	0.07*	0.09*	0.13***
Inflation importée, Z_t^π		0.31***	0.30***	-	
Inflation anticipée π_t^e			0.22***	0.20**	
Produits alimentaires (BM)				0.17**	
Energie (BM)				0.21***	
Métaux et minéraux (BM)				-0.001*	
Alimentaires volatiles (HCP)					0.10**
Energie (HCP)					0.03***
Constante	0.31**	0.43***			
R ² ajusté	0.77	0.84	0.82	0.81	0.80
DW	0.95	1.26	1.38	1.49	1.17

MCO

Significativité à ***1%, **5% et *10%

Graphique 5 : Courbe de Phillips post-crise financière par périodes ⁸

Ces résultats ont été comparés avec quelques travaux empiriques récents qui ont analysé les déterminants de l'inflation au sein des pays émergents et en développement (Nagy et Tengely 2018, Forbes 2019, Ha et al 2019, Jordà et al. 2019b)⁹. Globalement, les estimations des élasticités des différents déterminants domestiques et externes sont en ligne avec ces travaux. Plus particulièrement, les travaux de Bems et al. (2018) qui concernent 19 pays émergents et en développement¹⁰, a révélé que les changements institutionnels qui consistent à suivre des politiques économiques fondées sur des règles monétaire et budgétaire s'accompagnent généralement par une stabilité accrue des prix et un niveau élevé de crédibilité des décisions de politique monétaire.

4. Evolution des élasticités des déterminants de l'inflation

En vue d'examiner l'évolution dans le temps des coefficients des différents déterminants de l'inflation, à l'instar de Nagy et Tengely (2018), les régressions sur des fenêtres glissantes « RWD » ont été utilisées sur le modèle 3. Ainsi, le graphique 6 montre que le poids relatif à la persistance de l'inflation a connu une contraction passant de 80% à 60% entre 2014 et 2016, ce qui signifie que les variations de l'inflation d'aujourd'hui alimentent dans une moindre mesure l'inflation de demain. Cette baisse de la rigidité de l'inflation est tributaire à la libéralisation progressive des prix de l'énergie en lien avec la réforme de la caisse de compensation qui s'est accompagnée par une diminution des subventions unitaires de certains produits énergétiques (gasoil, essence et fuel).

De même et bien que son poids demeure important, l'influence de l'inflation importée s'est également inscrite en baisse passant d'une moyenne de quasiment 0.5 à presque 0.2 en fin de période. La baisse concomitante du poids de la persistance de l'inflation et de celui du facteur externe entre 2014 et 2016 signifie que les agents économiques considèrent les perturbations pouvant impacter les prix comme transitoires. Ceci reflète également la consolidation de l'opinion publique dans l'engagement de Bank Al-Maghrib pour atteindre son objectif de stabilité des prix. D'ailleurs, ce constat est étayé par le poids des anticipations d'inflation qui s'est inscrit dans un trend haussier avant de se stabiliser durant la période récente autour de 20%. En effet, il semblerait que l'amélioration continue du cadre règlementaire et du dispositif analytique et de communication de la politique monétaire a significativement contribué à renforcer l'ancrage des anticipations de l'inflation au Maroc.

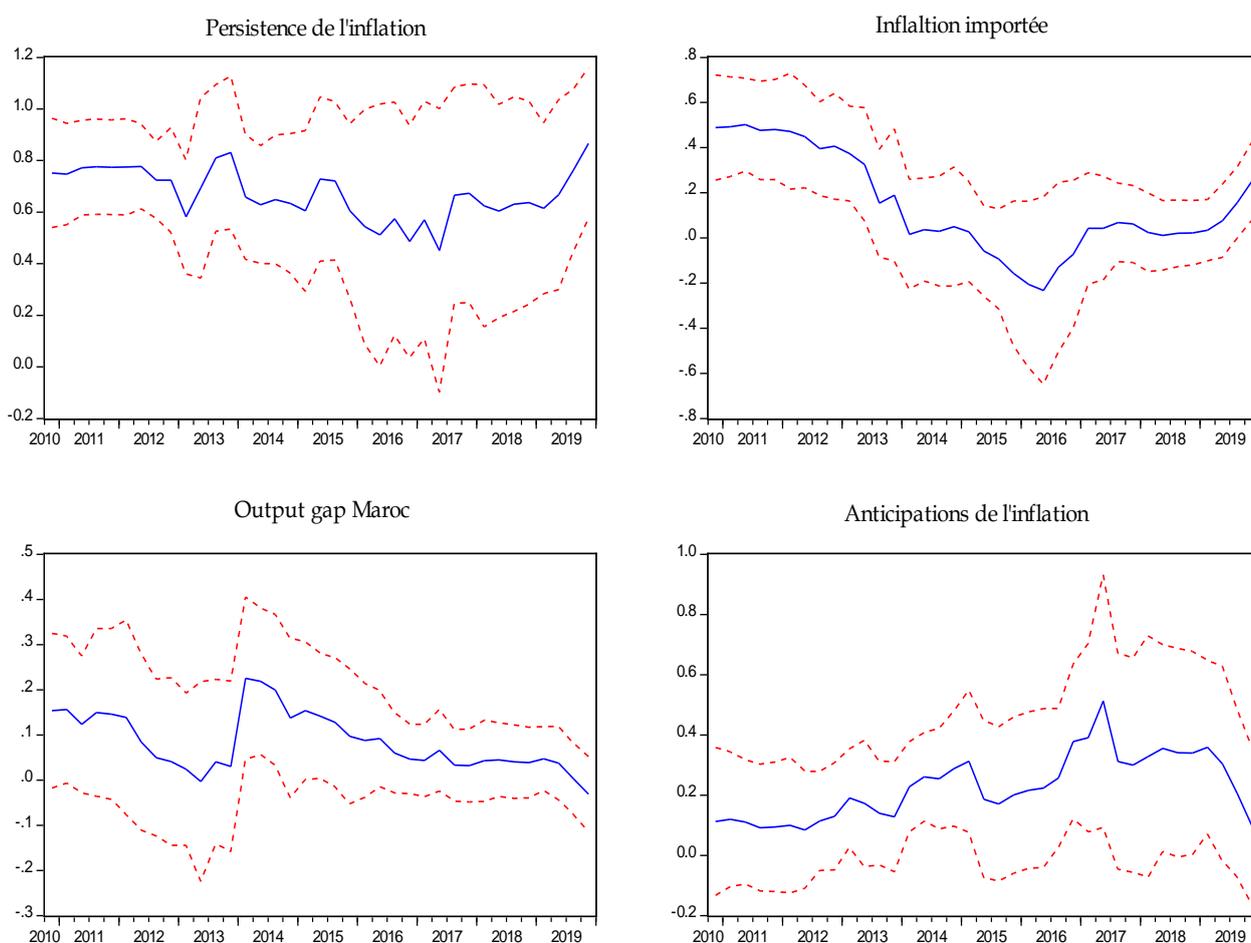
⁸ Chaque point dans la Figure 1 présente l'output gap trimestriel (axe horizontal) et le taux d'inflation sous-jacente correspondant (axe vertical).

⁹ Cf. Annexe 4.

¹⁰ Ces pays s'accaparent 80% du PIB des économies émergentes et en développement et adoptent en grande majorité le ciblage d'inflation (15 pays) et des règles budgétaires (12 pays).

Enfin, l'élasticité de la croissance est passée de 20% à 10% durant la période récente (2016-2019), ce qui confirme l'affaiblissement de la relation inflation/croissance. Il est important de noter que cet affaiblissement coïncide avec le retour de l'accroissement des poids de la persistance de l'inflation et de l'inflation importée en lien avec la modération des cours des matières premières et des prix chez les principaux partenaires. En outre, suite à la réforme de la caisse de compensation, la sensibilité de l'inflation par rapport aux fluctuations des cours à l'international a augmenté.

Graphique 6 : Evolution des élasticités des facteurs qui déterminent l'inflation au Maroc*



* Les résultats des estimations par OLS en fenêtres glissantes de 8 trimestres sont issus du Modèle 3.

5. Décomposition des déterminants domestiques et externes de l'inflation

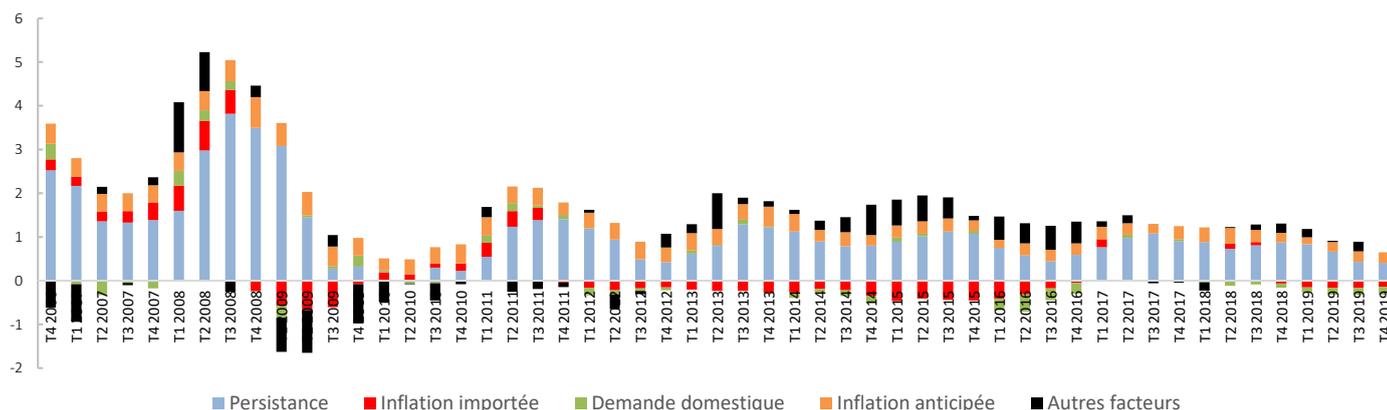
5.1 A partir de la courbe de Phillips

En se basant sur le modèle 3 issu des estimations de la courbe de Phillips, le graphique 7 présente la contribution directe des différents facteurs dans l'évolution de l'inflation au Maroc. Cette analyse corrobore les résultats des régressions en fenêtres glissantes et on peut même clairement distinguer deux sous périodes.

La première sous période marque le cycle de boom économique d'avant crise financière internationale. En effet, à l'exception de l'année 2009 empreinte par la chute significative des cours des matières premières, durant les années 2006-2010, l'inflation au Maroc affiche une forte persistance. Aussi, l'inflation importée, les anticipations d'inflation et dans une moindre mesure la demande domestique ont exercé de fortes pressions inflationnistes.

La seconde sous période 2011-2019 réfère à l'atonie qui a marqué le cycle économique de manière générale et l'inflation plus particulièrement. Ainsi, et dans le sillage de l'avancement dans la réforme du dispositif de compensation, la contribution de la persistance a significativement diminué. L'inflation importée a exercé des pressions négatives pratiquement tout au long de cette période, alors que la contribution de la demande domestique est restée faible et a même accentué les pressions baissières sur l'inflation particulièrement en 2014, 2016 et 2019 qui étaient des années marquées par la contraction de la croissance économique. Enfin, cette analyse a réaffirmé que les anticipations ont pu tirer vers le haut l'inflation grâce à la crédibilité de la politique monétaire.

Graphique 7 : Décomposition de l'inflation en fonction de ses principaux déterminants*



* Les contributions sont issues du Modèle 3

5.2 A partir de la décomposition historique des chocs structurels

Pour compléter les conclusions issues des élasticités entre l'inflation sous-jacente et les déterminants identifiés dans la section précédente, une analyse des relations causales sera effectuée à l'aide d'un modèle VAR structurel avec restrictions des signes (SRVARs). L'objectif est d'évaluer la contribution des différents chocs structurels d'origine externe, de demande, d'offre et de politique monétaire à la dynamique des prix. Cette décomposition historique est d'une grande importance vu qu'elle permet d'isoler les chocs exogènes aux politiques économiques, à l'instar des prix des matières premières, par rapport aux chocs domestiques qui peuvent être accommodés par des mesures agissant particulièrement sur la demande (Ciccarelli et Osbat 2017).

Le modèle SRVARs estimé s'appuie sur la méthodologie statistique développée par Herwartz et Plodt (2013) et Lange et al. (2021). La période et les variables sont les mêmes utilisées dans la Courbe de Phillips hybride augmentée à savoir l'inflation sous-jacente, l'inflation importée, l'inflation anticipée et l'output gap. A noter que le taux moyen pondéré du marché monétaire (TMP) a été également intégré dans le modèle pour prendre en considération l'impact des chocs de politique monétaire.

Ainsi, en s'inspirant notamment de l'identification proposée par les travaux de Bobeica et Jarocinski (2017) et Ha et al. (2019) sur un large panel de pays émergents et en développement, la hausse de l'inflation importée devrait avoir un impact négatif sur l'activité réelle et positif sur l'inflation, le renchérissement de la demande domestique augmente à la fois le PIB réel et les prix à la consommation, en revanche la hausse de l'offre réduit les prix domestiques. Une restriction zéro a été imposée à la réaction immédiate du taux d'intérêt à court terme aux chocs d'inflation importée vu qu'il est contrôlé par la Banque centrale et qu'il a été largement admis dans la littérature que les Banques centrales essaient, au moins dans un premier temps, de ne pas réagir à ces chocs. Enfin, aucune restriction n'a été imposée sur les chocs d'anticipation de l'inflation.

Les résultats issus de la décomposition historique des chocs structurels impactant l'inflation au Maroc (voir graphique 8) confirment dans une large mesure les conclusions des analyses des élasticités estimées par la courbe de Phillips hybride augmentée. Les chocs d'offre ont influencé de manière importante l'inflation, mais leur rôle a progressivement diminué au fil des années en lien avec la libéralisation d'importants secteurs de l'économie, la consolidation de l'ouverture du Maroc sur les principaux partenaires et, surtout, la réforme de la caisse de compensation qui a modéré la rigidité des prix.

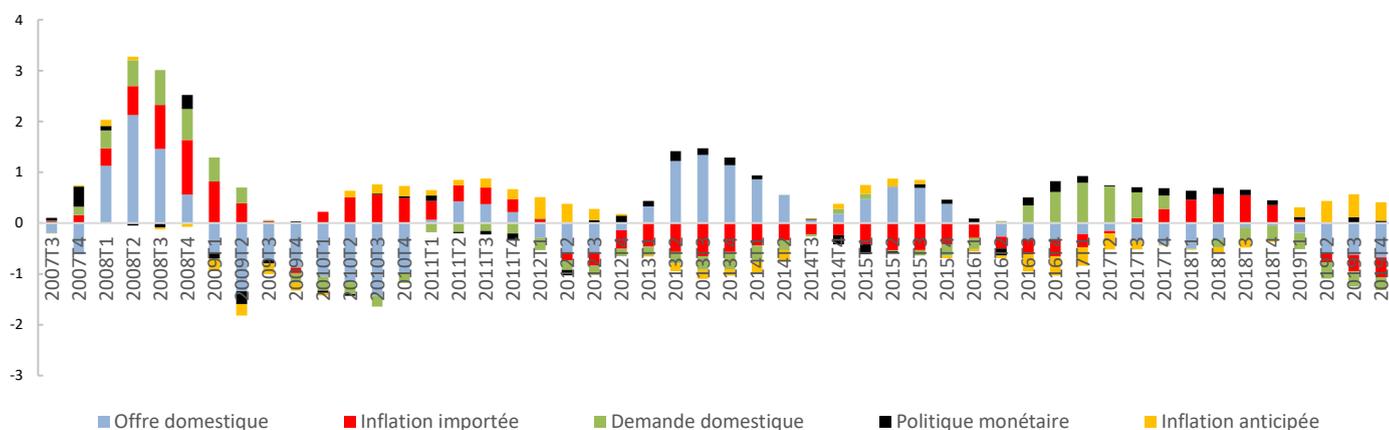
Comme attendu, les chocs d'inflation importée reflétant essentiellement les mouvements des prix des matières premières impactent de manière significative l'inflation au Maroc. En effet, la dépendance énergétique expose l'économie nationale de manière directe aux variations des cours sur les marchés internationaux. Aussi et vu que ce choc reflète également l'inflation chez les principaux partenaires, l'impact sur les prix au Maroc serait également dû à la hausse des prix des produits intermédiaires ou finis importés. Pour rappel, les pays européens représentent environ 70% des importations du Maroc et le Dirham est ancré à 60% sur l'euro.

S'agissant de la demande, il ressort également qu'elle a contribué à la modération qu'a connu l'inflation au Maroc durant la période post crise financière internationale et jusqu'à l'avènement de la crise sanitaire de la Covid-19 et de la guerre en Ukraine par la suite. Les pressions baissières exercées par la demande reflètent également l'atonie de l'activité économique au niveau internationale mais particulièrement chez les principaux partenaires.

Les chocs de politique monétaire ont eu un impact sur la dynamique de l'inflation en lien avec la baisse continue du taux directeur. Plusieurs facteurs peuvent expliquer l'amplitude de ces chocs. D'une part, la forte contribution des pressions externes à la dynamique de l'inflation limite les marges de manœuvre de la politique monétaire. D'autre part, à l'instar des pays en développement, l'environnement macro-financier demeure caractérisé par plusieurs contraintes qui mitigent la transmission de la politique monétaire et la rend incomplète (Bennouna et al. 2016). La flexibilisation graduelle du taux de change qui a démarré en 2018 pourrait renforcer les marges de manœuvre de la politique monétaire notamment grâce à l'activation du canal taux de change.

Avec la réforme du cadre analytique de politique monétaire en 2006, la revue du dispositif de prévision en 2016 et la consolidation de la communication notamment à travers les communiqués du Conseil de Bank Al-Maghrib et les conférences de presse, les anticipations de l'inflation ont commencé progressivement à jouer un rôle important dans l'évolution des prix. Dans l'ensemble, et en ligne avec l'orientation de la politique monétaire, les anticipations ont positivement influencé l'inflation en dépit de la baisse du PIB potentiel et de la stabilisation de l'inflation importée à des niveaux modérés durant la période qui a précédé la crise sanitaire de la Covid-19.

Graphique 8 : Décomposition historique des chocs structurels impactant l'inflation



Conclusion

L'évolution de l'inflation a toujours suscité des débats au sein des sociétés et ce en raison de son impact direct sur les marges et l'investissement des entreprises, les salaires et le pouvoir d'achat des ménages, ainsi que sur la viabilité des équilibres budgétaires dans les pays qui soutiennent les prix de certains produits de grande consommation.

Ces débats ont également contribué à l'émergence d'une large littérature qui s'intéresse particulièrement aux différents déterminants de l'inflation pour approfondir la compréhension des facteurs y afférents, leurs sources et les politiques appropriées pour continuer à préserver la stabilité des prix qui demeure une des principales caractéristiques d'un environnement macroéconomique propice à la croissance et à la création de l'emploi.

Ce travail s'inscrit dans cette littérature, dont particulièrement les travaux récents mettant l'accent sur l'impact des facteurs externes sur les prix au sein d'économies émergentes et en développement. Les résultats ont montré que la courbe de Phillips a connu un léger aplatissement au Maroc durant la période post crise financière de 2008. Cet aplatissement est principalement dû à la prédominance de l'inflation importée dans la formation des prix en lien avec la persistance de la dépendance énergétique, l'accélération de l'insertion du Maroc à l'économie mondiale, la libéralisation progressive des prix des produits administrés et la réforme de la caisse de compensation. Par ailleurs, les facteurs externes, de nature désinflationniste, ont contribué à maintenir une inflation modérée jusqu'en 2019.

Aussi, le modèle SRVARs estimé a pour objectif d'analyser l'impact des différents chocs structurels sur l'inflation. Il a confirmé les résultats de la courbe de Phillips au vu de la prédominance des chocs d'offre domestique et d'inflation importée ainsi que la modération de l'influence des chocs de demande. Les résultats ont également mis la lumière sur la contribution significative des chocs de politique monétaire et des anticipations de l'inflation. En dépit d'un environnement macro-financier qui reste marqué par un certain nombre de contraintes structurelles, les réformes entreprises commencent à apporter leurs effets particulièrement celles destinées à préserver la soutenabilité des équilibres budgétaires et à renforcer le rôle de la politique monétaire à travers un cadre analytique plus exhaustif et les perspectives d'adoption du ciblage d'inflation dès lors que le taux de change ne constituera plus l'ancre nominal.

En revanche, à partir de la fin de l'année 2021, l'inflation a progressivement connu un retournement passant de taux modérés à des niveaux peu observés depuis plusieurs années. Cette nouvelle dynamique des prix relève de la conjonction de plusieurs forces. Les tensions géopolitiques causées par la guerre en Ukraine ont significativement impacté les cours des matières et des produits alimentaires. D'autres facteurs ont accentué les répercussions de ces tensions à l'instar de la sécheresse, des perturbations des chaînes mondiales d'approvisionnement, des politiques protectionnistes décidées par certains pays pour se prémunir contre les risques de pénurie et des sanctions imposées à la Russie.

Enfin, ce travail s'est limité à l'analyse des facteurs cycliques internes et externes sans tenir compte de tous les déterminants structurels à l'instar des changements climatique et technologique, de la mondialisation, des évolutions démographiques ainsi que des autres réformes institutionnelles qui ont certainement contribué à la dynamique de l'inflation observée au Maroc.

Bibliographie

- Ball, Laurence, 1992. "Why does high inflation raise inflation uncertainty?," *Journal of Monetary Economics*, Elsevier, vol. 29(3), pages 371-388, June.
- Bennouna, Hicham & Lahlou, Kamal & Mossafak, Anas, 2016. "Analyse des canaux de transmission de la politique monétaire au Maroc," Document de travail 2016-1, Bank Al-Maghrib, Département de la Recherche.
- Bonam, Dennis & Smădu, Andra, 2021. "The long-run effects of pandemics on inflation: Will this time be different?," *Economics Letters*, Elsevier, vol. 208(C).
- Carlos Vegh and Guillermo Vuletin, 2014. "Overcoming the Fear of Free Falling: Monetary Policy Graduation in Emerging Markets". In: *The Role of Central Banks in Financial Stability: How Has It Changed?* World Scientific, pp. 105-129.
- Cavallo, Alberto, 2021. "Inflation Dynamics during COVID-19", National Bureau of Economic Research, NO. 3, October.
- César Calderón & Klaus Schmidt Hebbel, 2008. "What Drives Inflation in the World?," Working Papers Central Bank of Chile 491, Central Bank of Chile.
- Ciccarelli, Matteo & Osbat, Chiara, 2017. "Low inflation in the euro area: Causes and consequences," Occasional Paper Series 181, European Central Bank.
- Conseil Economique, Social et Environnemental, 2020. "Accélérer la transition énergétique pour installer le Maroc dans la croissance verte".
- Erosa, Andres & Ventura, Gustavo, 2002. "On inflation as a regressive consumption tax," *Journal of Monetary Economics*, Elsevier, vol. 49(4), pages 761-795, May.
- Erzsebet Eva Nagy & Veronika Tengely, 2018. "External and Domestic Drivers of Inflation: The Case Study of Hungary," *Russian Journal of Money and Finance*, Bank of Russia, vol. 77(3), pages 49-64, September.
- Gulnihal Aksoy & Don Bredin & Deirdre Corcoran & Stilianos Fountas, 2017. "Relative Price Dispersion and Inflation : Evidence for the UK and the US," *Credit and Capital Markets*, Credit and Capital Markets, vol. 50(1), pages 3-24.
- Herwartz, Helmut & Plödt, Martin, 2014. "Sign restrictions and statistical identification under volatility breaks -- Simulation based evidence and an empirical application to monetary policy analysis," *VfS Annual Conference 2014 (Hamburg): Evidence-based Economic Policy 100326*, Verein für Socialpolitik / German Economic Association.
- Jarociński, Marek & Bobeica, Elena, 2017. "Missing disinflation and missing inflation: the puzzles that aren't," Working Paper Series 2000, European Central Bank.
- Jonathan H. Wright, 2008. "Term premiums and inflation uncertainty: empirical evidence from an international panel dataset," Finance and Economics Discussion Series 2008-25, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.).
- Jongrim Ha & M. Ayhan Kose & Franziska Ohnsorge, 2019. "Inflation in Emerging and Developing Economies," World Bank Publications - Books, The World Bank Group, number 30657, December.
- Jongrim Ha & M. Ayhan Kose & Franziska Ohnsorge, 2021. "Inflation During the Pandemic: What Happened? What is Next?," *Koç University-TUSIAD Economic Research Forum Working Papers 2108*, Koc University-TUSIAD Economic Research Forum.

Kristin Forbes, 2019. "Inflation Dynamics: Dead, Dormant, or Determined Abroad?," NBER Working Papers 26496, National Bureau of Economic Research, Inc.

Lange Alexander & Dalheimer Bernhard and Herwartz Helmut & Maxand Simone, 2021. "svars: An R Package for Data-Driven Identification in Multivariate Time Series Analysis". *Journal of Statistical Software*, 97(5), 1–34.

Omar Chafik, 2017. "Estimation de la croissance potentielle de l'économie marocaine," Document de travail 2017-2, Bank Al-Maghrib, Département de la Recherche.

Òscar Jordà & Chitra Marti & Fernanda Nechio & Eric Tallman, 2019a. "Inflation: Stress-Testing the Phillips Curve," FRBSF Economic Letter, Federal Reserve Bank of San Francisco.

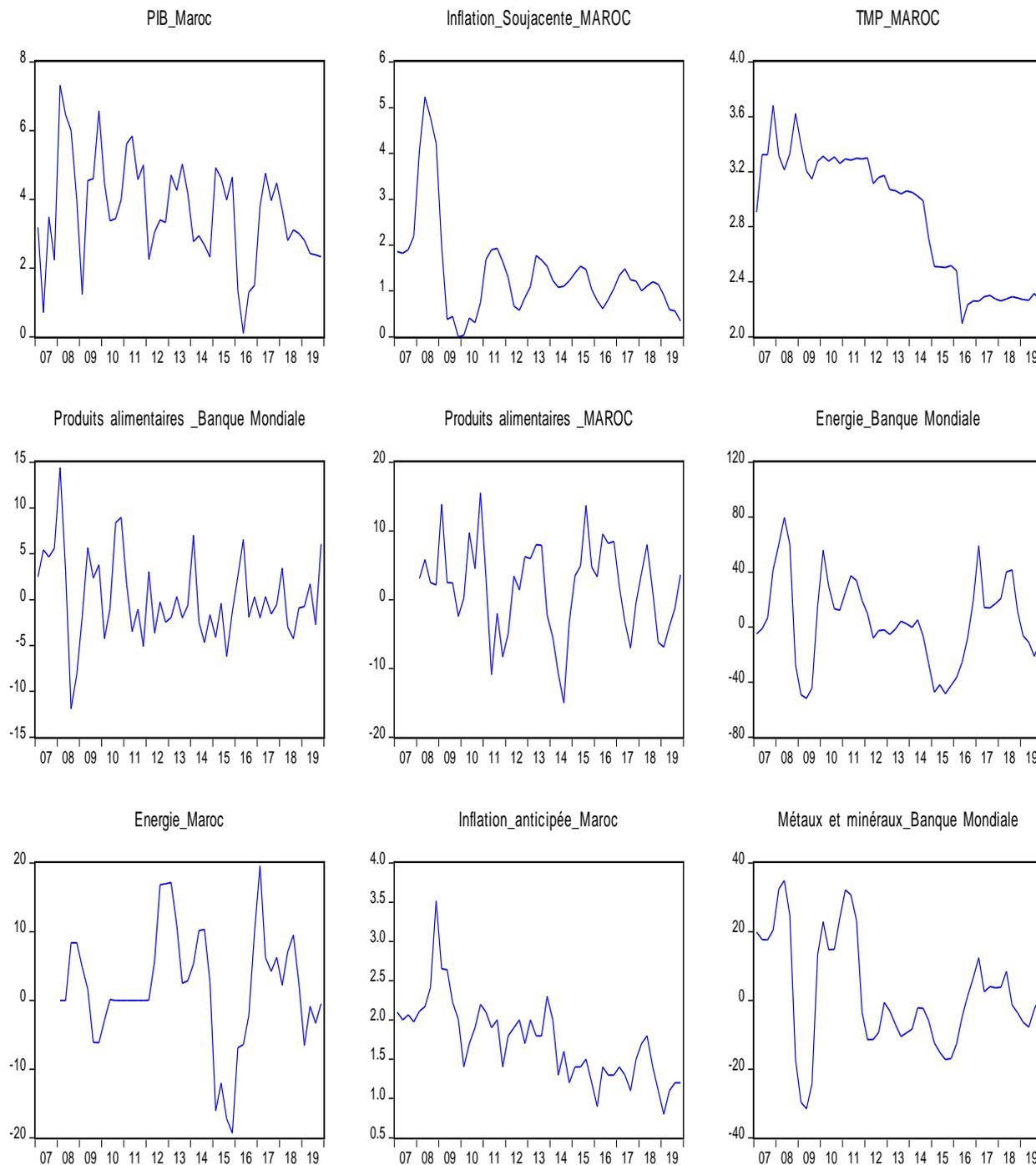
Òscar Jordà & Chitra Marti & Fernanda Nechio & Eric Tallman, 2019b. "Why Is Inflation Low Globally?," FRBSF Economic Letter, Federal Reserve Bank of San Francisco.

Rudolfs Bems & Bertrand Gruss & Weicheng Lian & Francesco Grigoli & Francesca G Caselli, 2018. "Is Inflation Domestic or Global? Evidence from Emerging Markets," IMF Working Papers 2018/241, International Monetary Fund.

William R. White, 2006. "Is price stability enough?," BIS Working Papers 205, Bank for International Settlements.

Annexes

1- Variables



2- Tests de stationnarité

	ADF		PP	
	Niveau	1ère Différence	Niveau	1ère Différence
Output gap	3.46**	-	-4.74***	-
Inflation sous-jacente	-2.38**	-	-1.92**	-
Inflation importée	-4.20***	-	-2.66***	-
Inflation anticipée	-4.17***	-	-4.25***	-
Croissance produits alimentaires (BM)	-5.13***	-	-4.75***	-
Croissance énergie (BM)	-4.49**	-	-3.05***	-
Croissance métaux et minéraux (BM)	-4.28***	-	-2.84***	-
Croissance alimentaires volatiles (Maroc)	-3.46**	-	-3.67***	-
Croissance énergie (Maroc)	-2.57**	-	-2.78***	-
Taux marché interbancaire (TMP)	-5.44***	-	-5.51***	-

* p < 0.10, ** p < 0.05, *** p < 0.01.

3- Analyse en composantes principales

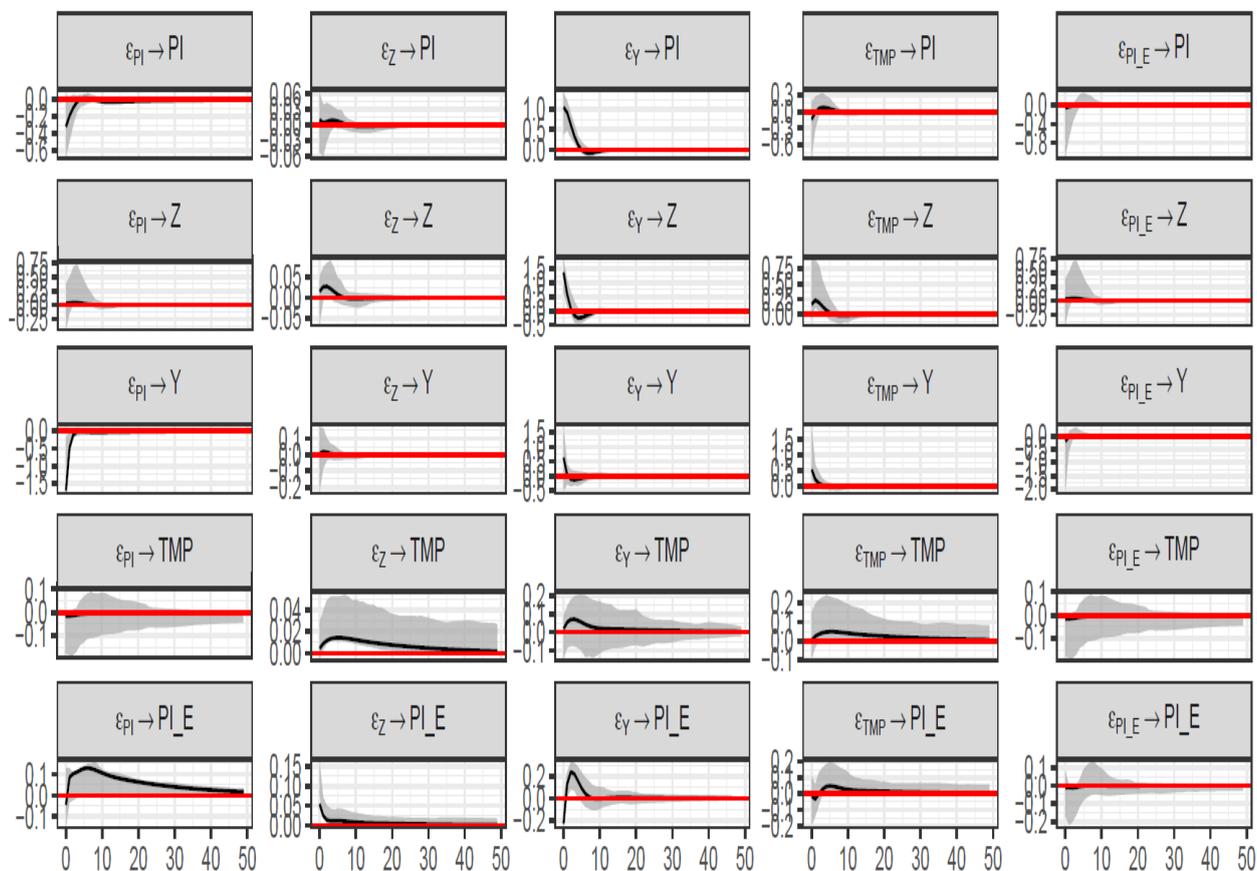
	Facteur Z	Communality	Uniqueness
Energie (BM)	0.889431	0.791087	0.208913
Métaux et minéraux (BM)	0.816675	0.666958	0.333042
Inflation zone euro	0.745403	0.555626	0.444374
Taux directeur zone euro	0.600781	0.360937	0.639063
Importations zone euro	0.430499	0.185330	0.814670
Chômage zone euro	-0.495100	0.245124	0.754876
Consommation zone euro	0.408666	0.167008	0.832992
Dépenses publiques zone euro	0.140321	0.019690	0.980310

	Model	Independence	Saturated
Discrepancy	1.747606	4.122276	0.000000
Chi-square statistic	124.0800	292.6816	-
Chi-square prob.	0.0000	0.0000	-
Bartlett chi-square	116.7983	278.2536	-
Bartlett probability	0.0000	0.0000	-
Parameters	16	8	36
Degrees-of-freedom	20	28	-

4- Quelques résultats de la littérature

Etude	Echantillon	Période	Persistance	Inflation importée	Demande domestique	Anticipations
Bems et al. 2018	Afrique du Sud, Argentine, Brésil, Bulgarie, Chili, Chine, Colombie, Hongrie, Inde, Indonésie, Malaisie, Mexique, Pérou, Philippines, Pologne, Roumanie, Russie, Thaïlande, Turquie	2004-2018	0.5	0.1	Entre 0.1 et 0.2	0.6
Nagy et Tengely 2018	Hongrie, République Tchèque, Pologne, Slovaquie	2004-2017	Entre 0.4 et 0.6	Entre 0.6 et 0.8	0.1	0.04
Jordà et al. 2019	23 PED non membres de l'OCDE	2008-2018	0.8	-	0.05	0.2
Forbes 2019	43 pays avancés et Brésil, Chili, Chine, Colombie, Hongrie, Inde, Indonésie, Mexique, Pologne, Russie, Afrique du Sud, Turquie	2008-2017	0.5	0.3	0.1	0.3
Ha et al. 2019	25 pays avancés, 74 PED dont Bahreïn, Chine, Colombie, Côte d'Ivoire, Équateur, Égypte, Gabon, Hongrie, Inde, Indonésie, Iran, Jordanie, Koweït, Malaisie, Maurice, Maroc, Oman, Pakistan, Paraguay, Philippines, Arabie saoudite, Afrique du Sud, Sri Lanka, Thaïlande, Tunisie	2000-2017	0.6	0.3	0.6	-

5- Réponses impulsionnelles





-  www.bkam.ma
-  [BankAlMaghrیب](#)
-  [Bank Al-Maghrیب](#)
-  [Bank Al-Maghrیب](#)