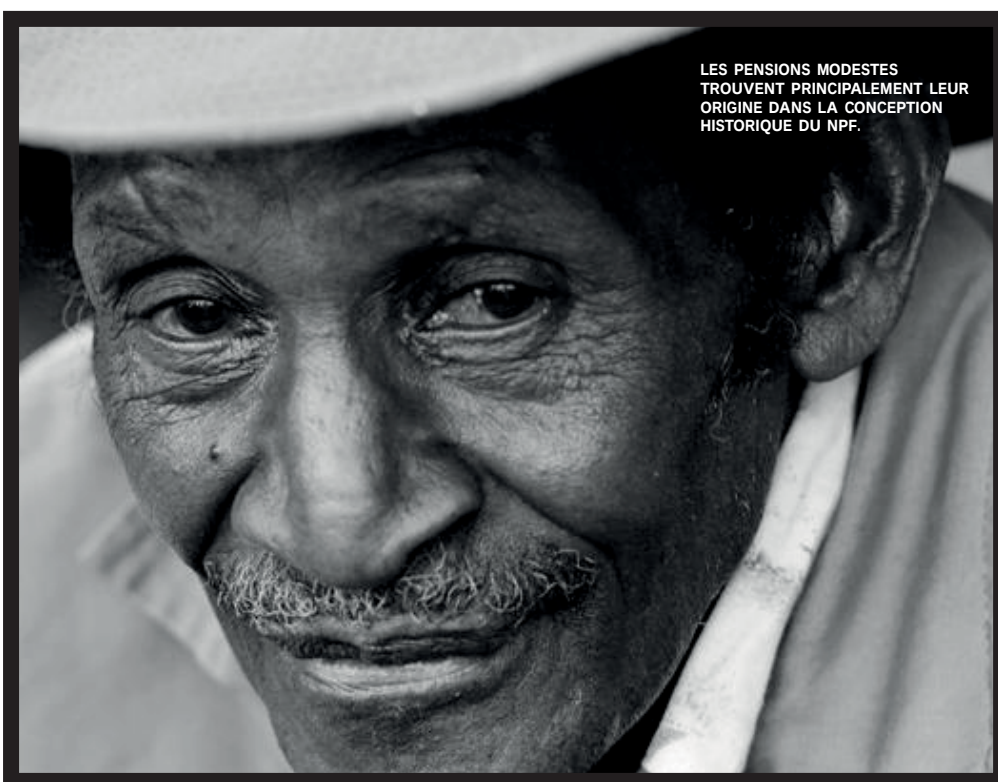


[ACTUALITÉ]

FONDS DE PENSION COMMENT FAIRE FRUCTIFIER LE FUTUR NATIONAL PENSIONS AND PROVIDENT FUND

SEPT ANS APRÈS LA DISPARITION DU NATIONAL PENSIONS FUND, MAURICE RENOUE AVEC UN RÉGIME DE RETRAITE PAR CAPITALISATION. AU-DELÀ DU RETOUR DU FONDS, C'EST SA STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT QUI SERA DÉTERMINANTE. CAR, DANS LE FUTUR NATIONAL PENSIONS AND PROVIDENT FUND, LES RENDEMENTS GÉNÉRÉS SUR LES MARCHÉS PÈSERONT DIRECTEMENT SUR LE NIVEAU DES PENSIONS DES MAURICIENS.

ERIC CAPHANE



LES PENSIONS MODESTES
TROUVENT PRINCIPALEMENT LEUR
ORIGINE DANS LA CONCEPTION
HISTORIQUE DU NPF.

s'ajoutent les Rs 45,75 milliards du National Savings Fund (NSF), portant les actifs combinés des deux fonds à Rs 206 milliards, soit près de 30 % du PIB.

Ces chiffres illustrent le poids économique du NPF. Au-delà de son rôle de caisse de retraite, il constitue aujourd'hui l'une des principales organisations qui gèrent et investissent de très importantes sommes d'argent pour le compte de tiers ou dans le cadre de leur mission à Maurice.

Pourtant, cette puissance financière contraste avec le niveau des prestations versées. Comme annoncé par Navin Ramgoolam lors de son allocution budgétaire, à fin décembre 2025, la pension contributive moyenne du NPF s'établissait à Rs 2 625 par mois. Plus frappant encore, près de 40 % des bénéficiaires percevaient Rs 605 ou moins. Un paradoxe qui alimente depuis plusieurs années le débat sur l'efficacité du système.

Pour Cédric Bégulier, Head of Investment chez Axyx, cette situation ne traduit pas nécessairement une faiblesse de la gestion financière du fonds. «Le patrimoine de plus de Rs 160 milliards constitue la base d'actifs qui adosse les engagements du régime. Il ne peut être assimilé à une réserve destinée à être distribuée immédiatement. Les pensions reflètent avant tout les cotisations versées au cours de la carrière», explique-t-il.

En réalité, les pensions modestes trouvent principalement leur origine dans la conception historique du NPF. Les cotisations étaient relativement faibles, calculées sur un salaire uniquement jusqu'à un montant maximum de salaire, même si

LE Budget 2026-2027 a officialisé la fin de la Contribution sociale généralisée (CSG) à compter du 1^{er} juillet 2027, tout comme le Portable Retirement Gratuity Fund (PRGF), pour laisser place à un National Pensions and Provident Fund (NPPF). En mai 2025, Navin Ramgoolam, le Premier ministre et ministre des Finances, affirmait à l'Assemblée nationale que «les caisses de la CSG sont vides». Le NPPF marque le retour d'un fonds de pension par capitalisation, mais dans une version profondément différente de l'ancien National Pensions Fund (NPF).

Pour comprendre la portée de cette réforme, il faut revenir sur l'évolution du système de re-

traite mauricien. Depuis 1976, le système de retraite mauricien a connu trois modèles successifs. Le NPF reposait sur un régime contributif par capitalisation, où les cotisations étaient investies afin de financer les pensions. En 2020, il est remplacé par la CSG, dans un système où les cotisations servent directement à financer les prestations versées, sans être capitalisées sur un compte individuel, tandis que le PRGF est créé pour les indemnités de fin de carrière.

Cette fois, le système du NPPF reposera sur un régime à cotisations, où chaque cotisant disposera de son propre compte individuel. Dès lors, la pension dépendra du capital accumulé

tout au long de la carrière et des rendements générés par les investissements du fonds.

UNE MASSE MONÉTAIRE DE RS 206 MILLIARDS

Cette réforme intervient alors que l'ancien NPF reste l'un des plus importants investisseurs institutionnels du pays. Au 31 décembre 2024, son portefeuille atteignait Rs 160,3 milliards, contre Rs 144,3 milliards quatre ans plus tôt, malgré l'arrêt des nouvelles cotisations depuis septembre 2020. Rapporté au PIB mauricien, estimé à Rs 692 milliards à l'époque, ce patrimoine représentait 23,2 % de la richesse nationale. À ces actifs



CSG : LA FIN D'UNE PARENTHÈSE

La CSG a été instaurée le 1er septembre 2020 afin de remplacer le NPF. L'objectif affiché est alors de moderniser le financement de la protection sociale et des prestations de retraite. Contrairement au NPF, qui reposait sur un régime contributif par capitalisation où les cotisations étaient investies dans un portefeuille d'actifs, la CSG fonctionne comme une contribution sociale obligatoire prélevée sur les salaires des employés et des travailleurs indépendants, puis versée au Consolidated Fund. Les contributions ne sont donc plus créditées sur un compte individuel ni investies au profit des cotisants.

À partir de juillet 2023, la CSG commence à verser des prestations de retraite, tout en finançant progressivement d'autres dispositifs comme la CSG Income Allowance, la CSG Child Allowance ou encore la CSG School Allowance.

Les chiffres de la Mauritius Revenue Authority (MRA) montrent d'ailleurs que le système continuait à générer des recettes. Selon son rapport annuel 2024-2025, Rs 12,7 milliards ont été collectées au titre de la CSG, avec une projection de Rs 14,7 milliards pour 2025-2026. Les principaux décaissements identifiés atteignent Rs 10,8 milliards pour la CSG Income Allowance, Rs 1,2 milliard pour la CSG Child Allowance et Rs 2,1 millions pour la CSG School Allowance, soit un montant proche des recettes perçues.

une personne gagne davantage. Les droits, eux, étaient déterminés selon un système de points fixé par la loi. Le fonds avait été conçu comme un complément à la pension universelle de l'État, et non comme une source principale de revenus à la retraite.

Le nouveau NPPF entend précisément répondre à cette limite. Le gouvernement vise une rémunération de pension de 40 % à 50 % du dernier salaire, contre des niveaux bien inférieurs aujourd'hui pour de nombreux bénéficiaires. Pour y parvenir, les salariés gagnant jusqu'à Rs 50 000 contribueront à hauteur de 1,5 % de leur salaire de base, tandis que les employeurs verseront 7,5 %. Au-delà de ce seuil, jusqu'à huit fois le salaire

médian, environ Rs 225 000, les taux passeront respectivement à 3 % et 10,5 %.

Mais, pour les experts, ces cotisations ne suffiront pas à elles seules. Dans un régime à cotisations définies, le véritable moteur des pensions futures sera la capacité du fonds à générer des rendements supérieurs à l'inflation sur plusieurs décennies. Le débat ne porte donc plus seulement sur le niveau des cotisations, mais sur la stratégie d'investissement qui permettra de faire fructifier l'épargne des futurs retraités.

Le véritable changement introduit par le NPPF ne réside pas uniquement dans la création de comptes individuels. Il tient surtout au fait que le rendement

des investissements devient désormais un déterminant direct du niveau des pensions.

Sous l'ancien NPF, les performances du portefeuille servaient à assurer la solidité financière du régime, mais elles n'avaient pas d'incidence directe sur les droits individuels des cotisants. Le futur NPPF inverse cette logique. «Dans un régime à cotisations définies, la pension est égale aux cotisations accumulées augmentées du rendement net. Le risque bascule vers l'affilié», explique Cédric Béguier. Autrement dit, le gestionnaire ne cherche plus à financer une pension prédéterminée. Son rôle consiste désormais à faire fructifier l'épargne des cotisants sur plu-

sieurs décennies, tout en maîtrisant les risques.

Pour Sameer Sharma, ancien Chief International Reserves Management Division de la Banque de Maurice, cette évolution constitue une rupture majeure. «La pension finale dépend strictement de la capitalisation accumulée et du rendement net généré. Le fonds ne peut plus ajuster discrétionnairement ses règles de calcul pour masquer un manque de performance», explique-t-il.

Amit Bakhirta, CEO d'Anneau abonde d'ailleurs en ce sens. «L'espace-temps et la performance des marchés sont des variables essentielles qu'ils ont peut-être omis de préciser», observe-t-il. Autrement dit, au-delà du niveau des cotisations, la capacité du fonds à générer des rendements réguliers sur plusieurs décennies grâce aux intérêts composés sera déterminante pour atteindre l'objectif d'un taux de remplacement compris entre 40 % et 50 % du dernier salaire.

Dans un contexte de vieillissement accéléré de la population, cette évolution prend une dimension particulière. Selon les projections citées par Sameer Sharma, le ratio entre actifs et retraités devrait passer de 7,53 en 2025 à seulement 2,47 en 2064. La pression démographique sur le système de retraite continuera donc de s'accroître.



SAMEER SHARMA (ANCIEN CHIEF INTERNATIONAL RESERVES MANAGEMENT DIVISION DE LA BANQUE DE MAURICE)



AMIT BAKHIRTA (CEO D'ANNEAU)



CÉDRIC BÉGUIER (HEAD OF INVESTMENT CHEZ AXYS)

[ACTUALITÉ]

Selon les spécialistes, le rendement ne constitue plus un simple bonus mais une nécessité. L'ambition affichée ne pourra, selon eux, dépendre uniquement du niveau des cotisations. «*Sans rendements réels nets positifs et durables, l'objectif sera difficile à atteindre*», renchérit Cédric Béguier. Et d'attirer l'attention sur le fait les cotisations seront calculées sur le salaire de base, et non sur la rémunération totale. Pour les salariés dont une part importante des revenus provient des primes, commissions ou heures supplémentaires, le capital accumulé pourrait donc être inférieur au revenu effectivement perçu durant leur carrière. «*Le rendement n'est pas un complément ; il est central*», résume-t-il.

MAURICE OU LES MARCHÉS INTERNATIONAUX ?

Une autre question se pose désormais, où investir l'épargne des futurs retraités ? Le portefeuille actuel du NPF donne déjà une indication de cette évolution. Au 31 décembre 2024, 32,2 % des actifs étaient investis en obligations d'État, 31 % en actions et fonds internationaux et 10,8 % en actions mauriciennes. Entre fin 2020 et fin 2024, la part des obligations d'État est passée de 41 % à 32,2 %, tandis que les investissements internationaux progressaient de 24 % à 31 %.

Pour Cédric Béguier, cette évolution traduit avant tout une stratégie de diversification. Les obligations d'État assurent des revenus réguliers et apportent de la stabilité au portefeuille. Les actions internationales, elles, permettent d'accéder à des secteurs peu présents à Maurice tout en réduisant le risque de concentration sur une seule économie. Mais cette stratégie n'est pas sans conséquence. «*Chaque roupie investie à l'étranger est une roupie qui ne contribue pas à approfondir le marché local des actions et des obligations*», observe-t-il.

L'arbitrage est complexe. Investir davantage à l'international protège les cotisants contre une éventuelle dépréciation de la roupie et permet de rechercher des rendements supérieurs.

À l'inverse, privilégier les actifs mauriciens contribue au financement des entreprises locales, au développement du marché des capitaux et, plus largement, de l'économie nationale.

Pour Amit Bakhirta, cette évolution constitue un premier pas, mais elle ne suffit pas. Selon lui, le futur NPPF devra élargir davantage son univers d'investissement en s'exposant à des actifs réels décorrélés. «*Nous devons davantage investir dans les start-up, le capital-risque, les infrastructures, les matières premières ainsi que dans des investissements de court terme concentrés offrant des rendements plus élevés*», affirme-t-il.

Sameer Sharma adopte une position plus tranchée. Selon lui, la taille du marché mauricien constitue aujourd'hui la principale limite à la performance future du NPPF. «*Si le futur NPPF continue d'allouer la majorité de ses actifs sur un marché mauricien extrêmement restreint, les rendements resteront structurellement insuffisants*», estime-t-il.

La question de l'intégration éventuelle des fonctionnaires au

futur NPPF constitue également un enjeu majeur. Selon Cédric Béguier, le principe des comptes individuels limite le risque de dilution des droits des cotisants. En revanche, les engagements hérités des anciens régimes du secteur public devront impérativement être isolés des nouveaux comptes afin d'éviter que les générations futures ne supportent le coût des promesses passées.

Le retour du National Pen-

COMMENT VOTRE COTISATION DEVIENDRA VOTRE PENSION



sions Fund ne se résume pas à un simple changement de nom. Il marque le passage d'un système où la pension était principalement définie par la loi à un modèle où la performance financière, la gouvernance et la qualité des décisions d'investissement détermineront directement le niveau de vie des futurs retraités.

Cependant, selon Amit Bakhirta, cette réforme ne pourra toutefois produire pleinement ses effets qu'au prix d'une remise à plat de la stratégie d'investissement. «*Pendant une période bien trop longue, nous avons malheureusement suivi des stratégies d'investissement aux résultats médiocres et aux rendements très faibles ; couplées à un système de gestion des cotisations et des dépenses obsolètes, ces stratégies nous ont conduits, et nous conduisent encore, à faire face à des déficits. D'où la nécessité de réformer tant la structure que la stratégie d'investissement de l'ensemble du système de retraite*», estime-t-il.

Le défi du NPPF ne sera donc pas seulement de collecter les cotisations. Il devra surtout convaincre qu'il est capable de transformer l'épargne des Mauriciens en un capital suffisamment performant pour répondre aux ambitions affichées par le Budget. Dans cette nouvelle architecture, la stratégie d'investissement n'est plus un sujet technique réservé aux gestionnaires de portefeuille, elle devient l'un des piliers de la politique sociale et économique du pays.

CRÉER UNE MAURITIUS NATIONAL INVESTMENT AUTHORITY

Pour une meilleure gestion du NPPF, Sameer Sharma plaide pour une stratégie beaucoup plus ambitieuse, inspirée des grands fonds souverains internationaux, à l'image de ceux de Singapour, comme le Government of Singapore Investment Corporation (GIC) ou le Temasek. Il évoque même la création d'une Mauritius National Investment Authority, capable de gérer l'épargne nationale à grande échelle et d'investir directement dans les marchés mondiaux, les infrastructures, le capital-investissement ou encore les actifs alternatifs. Selon lui, cette taille critique permettrait de réduire les frais de gestion, d'améliorer le pouvoir de négociation auprès des grands gestionnaires internationaux et, in fine, d'accroître le rendement net des cotisants.