

Quand le pétrole déstabilise l'économie mondiale

Regardez les Banques, Regardez les financiers, Ce n'est pas seulement le Pétrole qu'il faut garder en focus ... c'est tout l'impact de la hausse du pétrole sur l'économie mondiale !

Par Diana DIELS, Luxembourg for family office

La hausse du pétrole constitue l'un des chocs macroéconomiques les plus déstabilisants pour l'économie mondiale. Nous gardons tous en mémoire le choc pétrolier de 1973, qui a complètement réorganisé les rapports de force entre les vieilles économies développées et les pétromonarchies du Golfe, et modifié durablement la géopolitique mondiale.

L'opération Epic Fury, lancée par les États-Unis et leurs alliés sur l'Iran, est à l'origine du premier choc pétrolier du XXI^e siècle. Les notes de l'IFPEN montrent en effet que les marchés pétroliers sont entrés dans une phase de très forte tension : le Brent a fortement progressé en moyenne hebdomadaire, les scénarios haussiers dépassent désormais largement les niveaux envisagés quelques jours auparavant, et le blocage du détroit d'Ormuz fait craindre un véritable choc d'offre si la situation se prolonge. Aujourd'hui, le Brent coûte 97 USD le baril, alors qu'il coûtait seulement 70 USD avant la crise. Avec le pétrole, le conflit au moyen orient à changer d'échelle, et plonge désormais le monde entier dans l'instabilité.

Le premier canal de transmission est naturellement l'inflation. Une hausse du pétrole renchérit directement les carburants, le fioul, certains coûts de trans-



port et, dans plusieurs régions, une partie du coût de production d'électricité ou de chaleur. Nous parlons alors d'inflation énergétique. Mais contrairement à ce que l'on peut penser, le plus important n'est pas dans l'impact direct, mais dans la diffusion progressive à l'ensemble des prix. Quand le diesel, le kérosène et les produits raffinés montent fortement, comme c'est actuellement le cas, toute la chaîne logistique devient plus coûteuse.

Le transport routier, le fret maritime, l'aérien, la distribution alimentaire, la construction et l'industrie voient leurs coûts remonter. À partir de là, les entreprises doivent arbitrer entre absorber cette hausse dans leurs marges ou la répercuter sur leurs prix de vente. Dans une économie déjà fragilisée par des tensions géopolitiques et des chaînes de valeur plus fragmentées, la tentation de répercuter sur les prix est forte...

Cette logique de contagion sur l'ensemble des prix dépend cependant de plusieurs paramètres. D'abord, du niveau initial de l'inflation : si celle-ci était déjà au-dessus de la cible des banques centrales, le choc pétrolier est beaucoup plus dangereux, car il peut empêcher toute désinflation. Actuellement, dans la zone euro, il semblerait que nous bénéficions d'une très légère marge : les derniers rapports montrent une inflation annualisée comprise entre 1,7 et 1,9%, alors que la cible de la BCE est fixée à 2%.

Ensuite, les anticipations sur la durée du conflit : si ménages et entreprises commencent à croire que l'énergie restera durablement chère, ils adaptent rapidement leurs comportements de consommation. Enfin, elle dépend de la réaction budgétaire des

États : dans certains pays européens, les gouvernements peuvent amoindrir le choc via des baisses de taxes, des chèques énergie ou des mesures ciblées. Le gouvernement français n'a pour le moment évoqué aucune mesure de soutien, pariant sur un conflit court, pressé par le contexte politique aux États-Unis et l'insoutenable du conflit d'un point de vue stratégique et économique.

Le deuxième grand canal de transmission est celui de la croissance économique. Une hausse durable du pétrole agit en général comme un frein sur l'activité, surtout dans les pays importateurs. Pour les ménages, l'effet est simple : une part plus importante du revenu est consacrée à l'énergie et au transport, ce qui réduit le revenu disponible pour la consommation. Pour les entreprises, la hausse des coûts intermédiaires pèse sur les marges, l'investissement et parfois donc sur l'emploi. Plus le choc dure, plus les arbitrages deviennent douloureux : baisse de la consommation, report des investissements, ralentissement des secteurs dépendants du transport ou de l'énergie. C'est particulièrement vrai en Europe, où la dépendance énergétique reste structurellement importante et où l'industrie est plus sensible qu'aux États-Unis aux importations, surtout en Allemagne.

Il faut toutefois nuancer. Tous les pays ne réagissent pas de la même manière. Les producteurs de pétrole bénéficient mécaniquement d'une amélioration de leurs termes à l'échange, d'un surplus de recettes extérieures et souvent d'un soutien budgétaire. À l'inverse, les grands importateurs comme la zone euro, le Japon ou plusieurs économies émergentes subissent un choc négatif. Les États-Unis occupent une position plus ambivalente : ils restent sensibles à la hausse de l'essence via la consommation des ménages, mais leur industrie pétrolière et parapétrolière bénéficie d'un prix plus élevé.

Le troisième canal est celui des taux d'intérêt et de la politique monétaire. C'est ici que le pétrole devient particulièrement compliqué à gérer pour les banques centrales. Un choc pétrolier combine souvent le pire des deux mondes : plus d'inflation, moins de croissance. Autrement dit, il crée un risque de stagflation. Si la banque centrale réagit trop agressivement en remontant ses taux pour combattre l'inflation importée, elle accentue le ralentissement économique. Si elle ne réagit pas assez, elle risque de laisser se diffuser le choc dans l'inflation sous-jacente et dans les anticipations de prix.

En pratique, tout dépendra de la durée du choc. Si la hausse du pétrole est brève, les banques centrales peuvent regarder au-delà du premier effet et éviter un durcissement supplémentaire. En revanche, si les tensions au Moyen-Orient s'installent et que le Brent reste durablement très élevé, le pétrole devient un obstacle majeur à l'assouplissement monétaire. Dans ce cas, les marchés repoussent les baisses de taux attendues, les rendements obligataires réels peuvent remonter, et les conditions financières se resserrent.

Au total, une hausse du pétrole n'est jamais seulement une mauvaise nouvelle pour l'inflation : c'est un choc macroéconomique complet. Elle ravive l'inflation, pèse sur la croissance, complique la tâche des banques centrales, retarde les baisses de taux et accroît la nervosité des marchés. Aujourd'hui, le risque principal n'est pas tant le niveau absolu du Brent sur une séance que la possibilité d'un choc durable d'offre au Moyen-Orient.

Si ce scénario se confirme, le pétrole pourrait redevenir, comme en 2022, l'un des déterminants centraux de la trajectoire de l'économie mondiale.

<https://luxembourgforfamilyoffice.lu/>

U.S. Fund Managers: is my Luxembourg fund open or closed-ended?

By Frank VAN KUIJK, Agata SZYMONIAK and Benjamin HITZGES, Loyens & Loeff

AIFMD 2 tightens the rules for open-ended funds

European Alternative Investment Fund Managers (EU AIFMs) must classify each private fund under management (each an *alternative investment fund* or AIF) as either closed-ended or open-ended. This distinction is key because EU AIFMs managing open-ended AIFs must be able to demonstrate that investors' withdrawal rights are aligned with the liquidity profile of the underlying portfolio. This analysis is particularly relevant for funds investing in illiquid assets, where overly flexible redemption terms may force sudden asset disposals at discounted prices, ultimately harming remaining investors.

With AIFMD taking effect on April 16, 2026 this open-ended vs closed-ended distinction will become even more significant. Open-ended funds will, amongst others, be required to hardwire two predefined liquidity management tools (LMTs) to address liquidity pressure in times of market stress and to protect investors. In addition, the new leverage caps applicable to loan-originating funds will depend on whether the fund is classified as open-ended or closed-ended. Leverage is capped at (i) 200% of the net asset value of the fund (NAV) for closed-ended loan-originating AIFs, and (ii) at 75% of the NAV for open-ended loan-originating AIFs.

Open-ended definition, over a decade old

Under the European regulatory framework, an open-ended fund is defined as a fund that, at the request of an investor, redeems or repurchases units prior to its wind-down or liquidation phase, using the assets of the fund. Any fund that does not meet this definition is deemed closed-ended. Importantly, cash distributions, being discretionary, contingent events that do not reduce an investor's proportional interest, are irrelevant to this classification, as they do not create liquidity stress. By contrast, the U.S. market typically also places weight on the



fund's subscription model when determining whether a fund is open- or closed-ended. A vehicle that accepts new capital on an ongoing basis is generally considered open-ended, while a fund operating with a defined fundraising period is treated as closed-ended. Under EU rules, however, the dynamics of capital inflows are immaterial.

This European definition of open-ended funds, now more than a decade old, predates the rise of semi-liquid, European-domiciled evergreen funds, a segment that has expanded rapidly since 2022–2023. These strategies are perpetual by design, and investors cannot reasonably be expected to remain locked in indefinitely. As a result, sponsors invariably implement withdrawal mechanics of varying sophistication. The absence of any such mechanism is not only commercially unviable, but in many cases legally problematic: under civil-law principles, an indefinite contractual commitment without a defined or determinable term may be considered impermissible.

Is an evergreen fund always open-ended?

Based on a literal reading of the definition above, one could argue that an evergreen fund is, by its very nature, open-ended, since perpetual vehicles necessarily include some form of withdrawal mechanism. However, as discussed below, applying this interpretation mechanically would, particularly in the case of semi-liquid private evergreen funds, run counter to the economic rationale underpinning the relevant AIFMD 2 provisions. In practice, semi-liquid evergreen funds are commonly structured as rolling-vintage or run-off models. The sections below outline the default features of each model and examine how they should be classified for regulatory



purposes under the open-ended/closed-ended distinction.

Is a rolling vintage fund open- or closed-ended?

In a typical rolling-vintage fund, the offering provides investors with exposure to successive vintages, each established for a fixed term. At the end of a vintage's term, investors are automatically rolled into the next vintage, ensuring continuous exposure. If an investor elects not to participate in the next vintage, their capital is returned when the current vintage reaches the end of its term. Whether assets are rolled into the next vintage depends on factors such as market conditions, liquidity needs, and commercial opportunity.

Vintages may be structured as legally segregated compartments or defined contractually through series of interests or share classes that track the performance of the relevant asset pool. The Luxembourg RAIF regime, which permits legally segregated compartments, offers the most efficient framework for structuring each vintage as a separate compartment. Under this model, each compartment constitutes a separate AIF, and none provides withdrawal rights prior to its own wind-down and liquidation.

Each compartment is therefore classified as closed-ended. The ability of an investor to decline a rollover from one compartment to the next has no bearing on this analysis. This outcome also aligns with the economic rationale underpinning AIFMD 2: LMTs are intended to mitigate liquidity stress, which cannot arise within a vintage if investors lack withdrawal rights during its term. If vintages are defined contractually through series of interests or share classes within a single legal AIF, an investor's decision



not to roll into the next vintage (i.e., meaning that the interest or shares of the investor would be redeemed rather than converted into an interest or shares of the next vintage) may, at the level of the overall fund, appear similar to a redemption prior to the fund's liquidation phase. A strictly literal interpretation of the "open-ended" definition could therefore lead to the conclusion that such a fund is open-ended, triggering an obligation to select LMTs.

However, this outcome would be inconsistent with the purpose and underlying economic logic of AIFMD 2. A vintage-style fund does not experience liquidity stress due to a non-rollover decision: no intra-vintage withdrawals occur, and capital is returned only at the scheduled end of a vintage's fixed term. Requiring LMTs in such a scenario would therefore not serve the investor-protection objective of AIFMD 2.

Is a run-off model fund open- or closed-ended?

In a standard run-off model, investors may request the return of their investment, but redemptions are only effected once the portion of the portfolio attributable to the requesting investor has been realized in the ordinary course, at the fund manager's discretion. A strict, literal reading of the definition of "open-ended" might suggest that such a fund is open-ended, since investors do possess a contractual right to be redeemed.

However, in this model a redemption request does not require the fund manager to generate liquidity, whether by selling assets or otherwise accelerating portfolio realization. The manager continues to execute the disposal strategy as planned, and redemptions occur only once the relevant assets have naturally run off. There

is therefore no liquidity management function to perform.

When assessed through the economic rationale underlying AIFMD 2, the conclusion becomes clear: a standard run-off fund is properly classified as closed-ended. Liquidity stress cannot be triggered by redemption requests, and imposing liquidity management tools (LMTs) would serve no regulatory purpose, as there is no liquidity mismatch risk to mitigate.

Classification as closed or open-ended, branding

In practice, situations arise where the open- versus closed-ended assessment is not straightforward and requires careful, model-specific analysis. The key point, however, is that a private semi-liquid evergreen fund should not be presumed to be open-ended by default. A case-by-case assessment of the withdrawal mechanics is essential, with sound economic rationale as the guiding principle. The central question is simple: can the withdrawal features give rise to liquidity stress?

A regulatory reclassification from closed-ended to open-ended status can materially affect the EU AIFM and the fund itself, most notably through changes to applicable leverage limits and liquidity management obligations, and may therefore introduce meaningful risk. For this reason, we recommend including clear and tailored disclosures within the fund documentation's risk sections explaining the basis for the open- or closed-ended qualification, grounded in economic rationale. Such disclosures are particularly important given the absence of detailed regulatory guidance and the reliance on a definition that is now over a decade old and predates the emergence of semi-liquid evergreen strategies.

Finally, we frequently encounter situations in which a semi-liquid European fund is classified as closed-ended under EU rules, yet marketed as open-ended because the terminology mirrors that used for a parallel U.S. vehicle. In these circumstances, sponsors should provide explicit disclosures highlighting the differences between EU and U.S. concepts, as the same labels may carry different regulatory meanings. Branding a fund as open-ended when it is, from a European regulatory standpoint, closed-ended may conflict with the prohibition on misleading information in marketing communications.