

Kapazitätsauslastung und Lagerhaltung: Eine Bestandesaufnahme

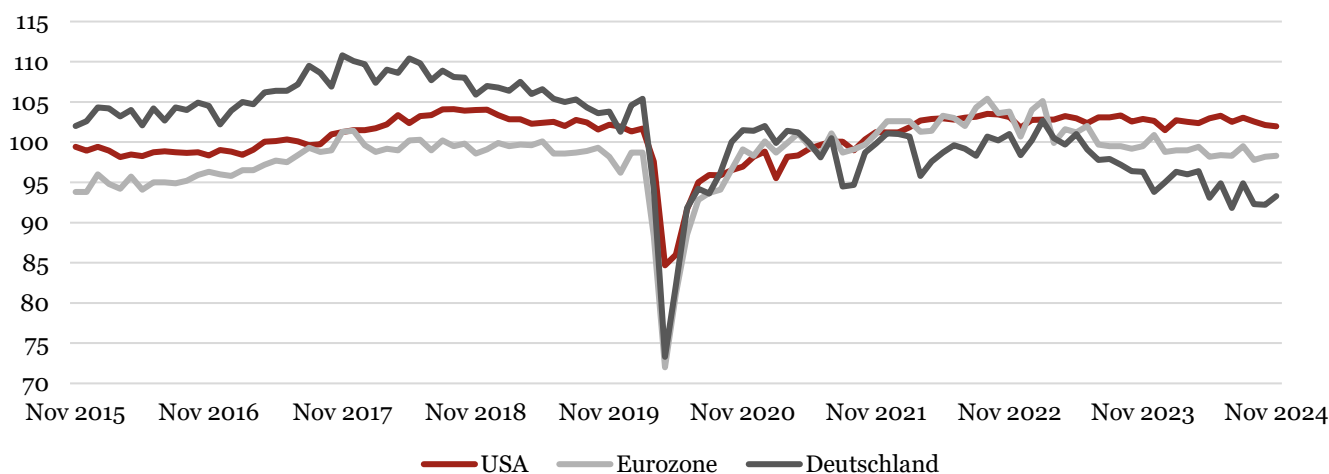
Konklusion

- Während sich in den USA eine sanfte Landung bzw. «No-Landing» der Wirtschaft abzeichnet, kämpft die europäische Industrie mit hohen Energiepreisen, überbordender Regulation sowie staatlich-subventioniertem Wettbewerb aus China
- Das schwache Wirtschaftsumfeld in Europa zeigt sich in unterdurchschnittlichen Kapazitätsauslastungen, was zu einer steigenden Anzahl an Werkschliessungen (Kapazitätsreduktion) geführt hat
- Dafür sind einerseits die generelle Nachfrageschwäche aber auch der Abbau von im Nachgang zur Pandemie bzw. den Lieferkettenengpässen aufgebauten Lagerbeständen verantwortlich
- Bei den Lieferketten hat sich die Situation entspannt. Doch der Lagerabbau ist noch nicht in allen Branchen abgeschlossen
- Ein Anstieg der Produktionsauslastung dürfte nur durch eine Nachfragebelebung in Zusammenhang mit einem konjunkturellen Aufschwung erfolgen. Wir rechnen frühestens im 2H25 damit
- Der Ausblick für die Sektoren präsentiert sich unterschiedlich. Wir sehen den europäischen Automobilsektor sowie die Stahlindustrie (ex China) zurzeit schwach positioniert. Zudem gibt es auch bei den Konsumgütern Anzeichen einer Abkühlung
- Etwas besser positioniert sehen wir den Chemiegüter- sowie den Verpackungssektor, welche beide im GJ25 eine moderate Erholung verzeichnen dürften. Am konstruktivsten sind wir bei Baumaterialien, die von Infrastruktur- sowie Nachhaltigkeitsprojekten profitieren werden

Allgemeine Lage

Während sich in den USA eine sanfte Landung bzw. «No-Landing» der Wirtschaft abzeichnet, bleibt die wirtschaftliche Lage in Europa anspruchsvoll. Dabei bereiten die strukturellen Probleme in den Hauptmärkten Deutschland und Frankreich Sorgen. So ist zum Beispiel in Deutschland die industrielle Produktion seit Anfang 2023 um 10% zurückgegangen. Zur ohnehin schwachen Konsumnachfrage kamen hohe Lagerbestände bei den Kunden hinzu, welche im Nachgang der Pandemie und der damit einhergehenden Lieferkettenengpässen aufgebaut wurden – eine toxische Mischung. Verstärkt wird dies durch die Flut billiger Güter aus China. Die dortige Überproduktion an z.B. Stahl, Petrochemikalien oder Autos landet aufgrund der schwachen Binnennachfrage im Export, was die Wettbewerbsintensität gerade in Europa befeuert und den Preiskampf verschärft. Diese Divergenz der industriellen Produktion in den grossen Wirtschaftsräumen wird in untenstehender Grafik (Abbildung 1) verdeutlicht.

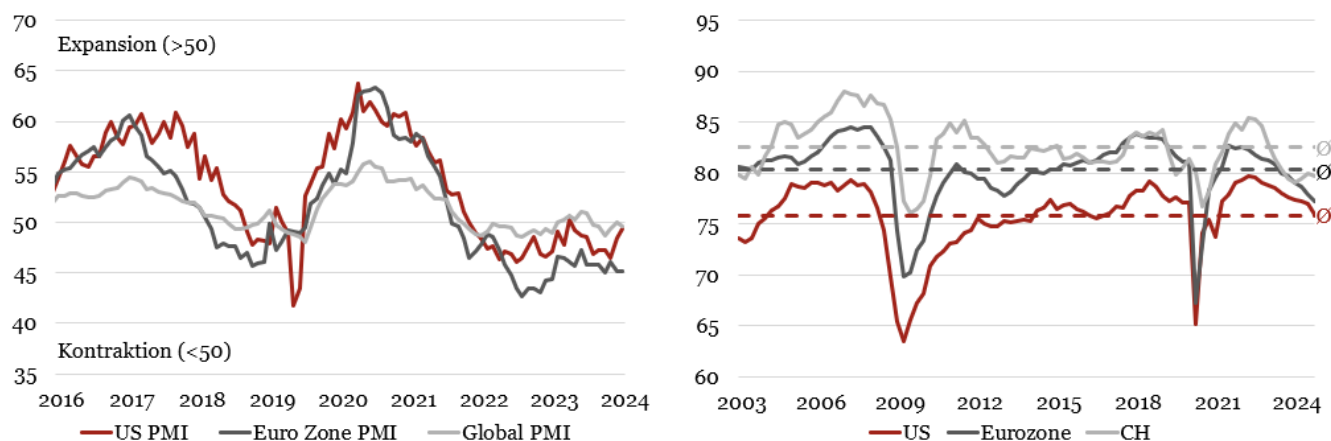
Abbildung 1: Industrielle Produktion



Quelle: LSEG Datastream, indexiert

Die PMIs (Purchase Manager Index, Abbildung 2 links) zeigen, dass die Stimmung in der verarbeitenden Industrie vor allem in Europa schwach bleibt, während sie sich in den USA zuletzt etwas verbessert hat. In der Vergangenheit galten diese Indikatoren (<50) oft als Hinweis auf eine drohende Rezession. Gleichzeitig befindet sich die Kapazitätsauslastung in der Schweiz und der Eurozone weiterhin unter den langjährigen Durchschnitten, während sich auch in den USA die Auslastung dem langjährigen Durchschnitt angenähert hat (Abbildung 2, rechts). Gerade Europas Industrie durchläuft tiefeschürfende strukturelle Veränderungen (v.a. Chemie oder Automobil) und hat aufgrund höherer Energiepreise an Wettbewerbsfähigkeit eingebüsst. Dies zeigte sich auch in einer zunehmenden Anzahl von (geplanten) Werkschliessungen (z.B. VW, BASF). Zusätzlicher Druck für Europas produzierende Unternehmen kündigt sich in Form von neuen US-Tarifen unter der Trump-Regierung an. Um das trübe Bild abzurunden, gehen wir in unserem Basisszenario davon aus, dass die politischen Turbulenzen in Deutschland und Frankreich notwendige Massnahmen und Reformen zur Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit mittelfristig behindern.

Abbildung 2: PMIs signalisieren einen Abschwung in Europa (links); unterdurchschnittliche Kapazitätsauslastung (rechts)



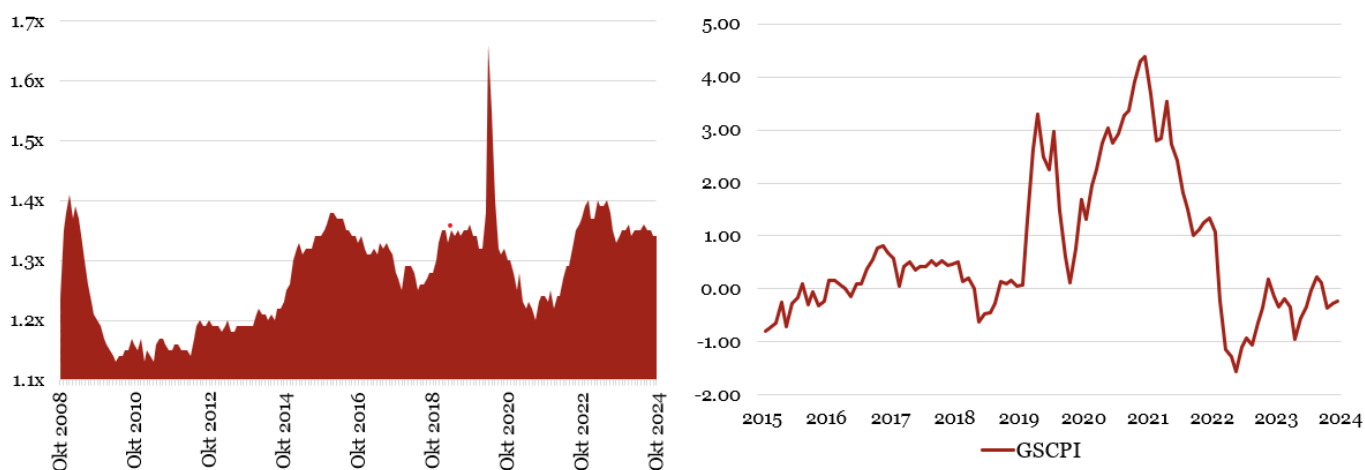
Quelle: LSEG Datastream

Unternehmen bauen Lagerbestände weiter ab und treffen langfristige Massnahmen

Der Abbau der hohen Lagerbestände wurde im GJ23/1H24 von vielen Unternehmen z.B. in den Verpackungs- oder Chemiegütersektoren für einen erheblich Teil der Umsatzrückgänge verantwortlich gemacht. Im Nachgang der Pandemie und den damit verbundenen Lieferengpässen wurden die Lager prophylaktisch aufgebaut, um einen operativen Sicherheitspuffer zu schaffen (Just-in-Case). Viele Unternehmen hatten sich zuvor auf genau abgestimmte Lieferketten (Just-in-Time) verlassen, welche ihre Anfälligkeit dann beispielhaft offenbarten. Mit der Normalisierung der Lieferketten haben Unternehmen ihre Lagerbestände zurückgefahren und setzen auf langfristige Massnahmen wie zum Beispiel die Regionalisierung (Nearshoring) und Diversifikation (z.B. Multiple Sourcing) der Lieferketten, was aber mit höheren Kosten einhergeht. Abbildung 3 (links) zeigt beispielhaft, dass in den USA die Inventare im Verhältnis zu den Umsätzen per Mitte GJ23 gefallen sind und sich seit Anfang GJ24 stabil entwickeln. Sie liegen aber weiterhin über den präpandemischen Niveaus, was auf einen noch nicht ganz vollständigen Lagerabbau hinweist. Gemäss einer McKinsey Umfrage wollen rund die Hälfte der weltweit befragten Unternehmen ihre Inventare aufgrund verbesserter Lieferketten wieder auf oder sogar unter präpandemische Niveaus bringen. Dies wird je nach Branche weiteren Druck auf das Umsatzwachstum im GJ25 ausüben. Die Studie zeigt auch, dass die Lagerhaltung bei den Unternehmen wieder deutlich an Bedeutung verloren hat, was operative Risiken (z.B. Teilebeschaffung) nach sich ziehen kann. Zwar sieht der Global Supply Chain Pressure Index (GSCPI) der Federal Reserve Bank of New York zurzeit keine Anspannung der Lieferketten (Abbildung 3, rechts, Wert unter 0 indiziert entspannte Lieferketten, Werte über 0 signalisieren eine Anspannung), doch werden geopolitische und andere Ereignisse immer wieder die Beschaffungssituation der Unternehmen herausfordern. Dies deckt sich weitestgehend mit unseren Beobachtungen in unserem Universum, wonach viele Unternehmen zwar wieder besser positioniert sind, jedoch z.B. aufgrund der Eskalation des Nahost-Konflikts (Oktober 2023) längere Lieferzeiten und höhere Beschaffungskosten in Kauf nehmen müssen. Hier gilt anzumerken, dass geopolitische Konflikte generell die Nachfrage belasten und dadurch für zusätzlichen Margendruck sorgen.

2

Abbildung 3: Lagerumschlag (Lager/Umsatz, links); Global Supply Chain Pressure Index (rechts)



Quelle: LSEG Datastream, Federal Reserve Bank of New York

Restocking als Schlüssel für die Umsatzerholung?

Während die Lieferketten sich entspannt haben, ist der Lagerabbau noch nicht in allen Branchen abgeschlossen. Ein Wiederaufbaueffekte dürfte sich im aktuellen Umfeld deshalb als Wunschscenario herausstellen. Denn dazu fehlen zurzeit Anzeichen einer breit angelegten Erholung, weshalb wir davon ausgehen, dass die Unternehmen weiterhin zurückhaltend agieren. So ist auch die für 2H24 erwartete Erholung in der Chemiegüterindustrie nicht eingetreten. Eher hat sich die Nachfrage zum Teil aufgrund schwacher Endmärkte (z.B. Automobil) wieder abgeschwächt hat. Ein Aufbau der Kundenlager zusammen mit erhöhter Auslastung der Produktionskapazitäten wird schlussendlich nur über eine konjunkturell getriebene Nachfrageerholung zu erreichen sein. Dies dürfte frühestens im 2H25 der Fall sein.

Unterschiedliches Bild in den einzelnen Sektoren

Der Ausblick für die einzelnen Sektoren präsentiert sich unterschiedlich. Am schwächsten positioniert sehen wir zurzeit die Automobilindustrie in Europa. Diese kämpft in der laufenden Transformation mit einer schwächer als antizipierten Nachfrage sowie einer hohen Wettbewerbsintensität (günstige und technologisch fortschrittliche Importe aus China), was zu lokalen Überkapazitäten führt. Europäische Stahlhersteller werden ebenfalls aufgrund billiger chinesischer Stahlimporte weiterhin zu kämpfen haben. Auch im Bereich der Konsumgüter und Dienstleister ist die Situation angespannt. Im Bereich Luxusgüter gibt es Anzeichen einer Abkühlung, während bei den Dienstleistern (z.B. Reisen und Unterhaltung), welche im Nachgang der Pandemie die Kapazitäten massiv ausbauen konnten, die Nachfragespitze definitiv überschritten wurde. Etwas besser präsentiert sich die Lage in der Chemie- und Verpackungsindustrie (Fundamentals: Stable), welche die Talsohle nach erheblichen Kapazitätsrationierungen durchschritten haben. Hier erwarten wir insgesamt eine moderate Erholung im GJ25, wobei die Visibilität gering bleibt. Bei den Kapitalgütern (Fundamentals: Stable) sehen wir besonders Hersteller langfristiger Investitionsgüter (Luftfahrt, Verteidigung oder Schiene) sowie Produzenten im Bereich der Digitalisierung (z.B. Rechenzentrum-Equipment) positiv. Am konstruktivsten sind wir bei den Baumaterialien (Fundamentals: Improving). Gebäudesanierungen und staatlich geförderte Infrastrukturprojekte in Europa sowie in den USA (Strassen, Brücken, Versorgungsnetze) dürften die Nachfrage nach Baumaterialien stützen.

Disclaimer

Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist keine Aufforderung zur Tätigkeit von Transaktionen oder zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäftes. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen oder beruhen auf Quellen, die Independent Credit View AG (nachfolgend I-CV) als verlässlich erachtet. I-CV übernimmt jedoch keine Gewährleistung für die Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Informationen. I-CV behält sich zudem vor, im Dokument geäußerte Meinungen ohne Vorankündigung und ohne Angabe von Gründen zu ändern. I-CV lehnt jegliche Haftung für Verluste aus der Verwendung dieses Dokuments und den möglichen rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen und buchhalterischen Konsequenzen ab. Insbesondere haftet I-CV nicht für den Erfolg der von ihr abgegebenen Empfehlungen. Ratings beziehen sich einzig auf Kreditrisiken. Insbesondere berücksichtigen Ratings das Zinsänderungsrisiko und andere Marktrisiken nicht. Das vollständige oder teilweise Reproduzieren oder Veröffentlichens dieses Dokuments ist nicht gestattet.