AUSGABE 04. QUARTAL 2022

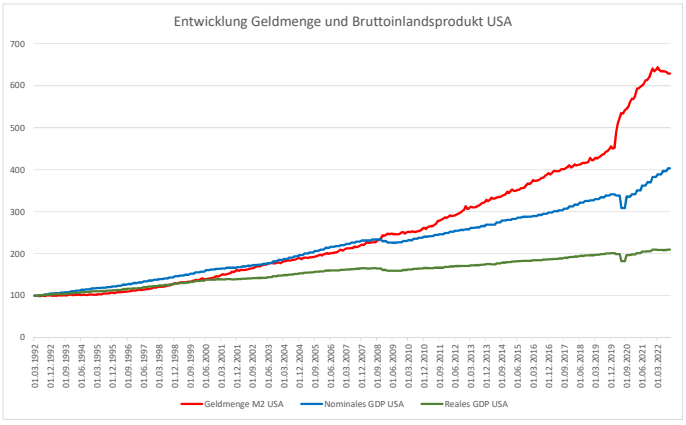
AUSBLICK 2023, MULTIPLE OPPORTUNITIES

Wie schnell sich auch ökonomische Erwartungen ändern können, haben wir im März 2020 mit der Coronakrise und im letzten Jahr mit dem Angriff Russlands auf die Ukraine gesehen. Solche Ereignisse kann man vielleicht erahnen und in Szenarien berücksichtigen, sicher vorhersehen kann man solche Entwicklungen und ihre Folgen nicht. Aus diesem Grund sagen wir in unserem Jahresausblick auch nie „so wird es kommen", sondern stellen immer Chancen und Risiken dar und leiten am Ende Wahrscheinlichkeiten für unterschiedliche Marktszenarien ab. Eins darf ich an dieser Stelle vorwegnehmen: Eine so extreme Spreizung der Szenarien, wie für das nächste Jahr, haben wir noch nie errechnet. Es gilt viele Möglichkeiten zu berücksichtigen.

Inflation, gekommen um zu bleiben?

In gewisser Weise erinnert die heutige Inflationsentwicklung an die Entwicklung in den 70er Jahren. Damals wurde der erste Inflationsanstieg ausgelöst durch die Ölkrise des Jahres 1973. Doch die auch sieben Jahre später immer noch hohe Inflation basierte nicht mehr auf diesem auslösenden Ereignis, sondern auf einer ausgabenorientierten Wirtschaftspolitik mit sich drehender Lohn-Preis-Spirale. Erst das Umschwenken auf eine angebotsorientierte Wirtschaftspolitik beendete damals die Phase der hohen Inflationsraten.

Schauen wir auf heute, dann ist natürlich die Energiekrise einer der Auslöser der aktuellen Entwicklung. Aber diese Entwicklung ist auch ein Ergebnis der seit langem praktizierten Wirtschaftsstimulation über die Geldpolitik. Die folgende Graphik soll dies verdeutlichen. Die rote Linie zeigt das Anwachsen der amerikanischen Geldmenge seit 1992. Die blaue Linie zeigt die Zunahme der nominalen Wirtschaftsleistung der USA und die grüne Linie die Entwicklung des inflationsbereinigten realen Bruttoinlandsproduktes der USA. Seit der Finanzkrise 2008 und den seit damals anhaltenden geldpolitischen Stimulierungen ist die Geldmengenentwicklung auch der nominalen Wirtschaftsentwicklung weit enteilt. Dies bedeutet aber, dass wenn diese überschießende Geldentwicklung nicht in Kapitalanlagen gebunden wird, weiterhin hohe inflationäre Risiken bestehen.



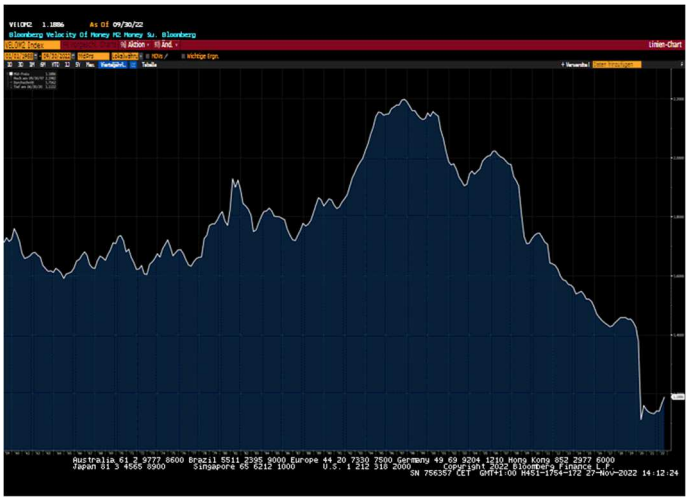
Quelle: Bloomberg

Wir sehen am aktuellen Rand der Graphik, dass sich die nominale Wirtschaftsleistung mit der hohen Inflationsrate stark nach oben bewegt. Gleichzeitig sinkt die Geldmenge auf Grund der jetzt restriktiveren Geldpolitik. Doch wenn der entstandene Abstand sich auch nur zur Hälfte wieder annähern sollte, dann stehen noch viele inflationäre Jahre bevor.

Ein Kernfaktor bei der zukünftigen Inflationsbeurteilung kommt der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes zu. Denn die Frage, wie viele Transaktionen mit einer Geldeinheit umgesetzt werden, ist

bei der so stark angestiegenen Geldmenge natürlich entscheidend für die Nachfrageentwicklung und damit für den Inflationsdruck von der Nachfrageseite.

Mit den für die USA gemessenen Daten ist die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes seit der Jahrtausendwende stetig zurück gegangen. Dies war ein Effekt des zunehmenden Sparwillens und dies schlug sich dann auch in den immer weiter steigenden Aktien- und Immobilienpreisen nieder. Da die Liquidität in die Kapitalmärkte strömte, hatten wir eine Asset-Preis-Inflation, aber keine Realgüterinflation. Die folgende Graphik zeigt die Entwicklung der Umlaufgeschwindigkeit für die Geldmenge M2 in den USA. Seit 1999 ist der Wert von einem 2fachen Umschlag der Geldmenge auf aktuell 1,18-fach gesunken.



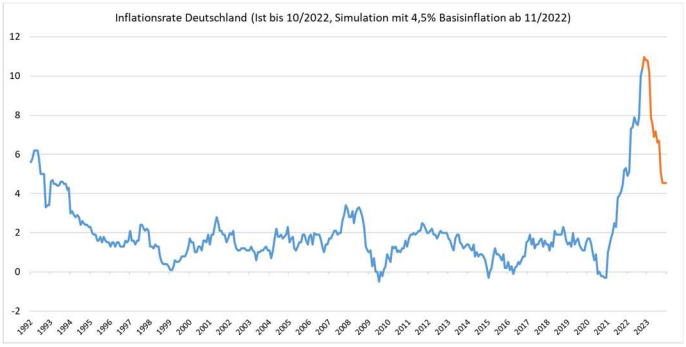
Quelle: Bloomberg

Wenn man bedenkt, dass die Geldmenge 21 Billionen USD umfasst, dann bedeutet ein Anstieg der Umlaufgeschwindigkeit von 1,18 auf 1,3 einen zusätzlichen Nachfrageanstieg von 2,2 Billionen USD nur in den USA. Das entspricht in etwa der Wirtschaftsleistung Frankreichs.

In der Graphik erkennt man, dass die nominalen Transaktionen zuletzt wieder gestiegen sind. Im historischen Vergleich besteht noch viel Raum nach oben, was eine potentiell hohe Inflationsgefahr bedeutet. Besonders, wenn die Politik eine nachfragestimulierende Wirtschaftspolitik betreibt mit Transferleistungen zu Bevölkerungsgruppen mit hoher Ausgabenneigung, könnte dieser Wert auch deutlicher steigen.

Auf der anderen Site muss man berücksichtigen, dass in diesem Jahr die Zinsen schon deutlich gestiegen sind, auch wenn das absolute Niveau im historischen Vergleich noch niedrig ist. Erfahrungsgemäß zeigen sich die Auswirkungen dieser Zinserhöhungen erst mit erheblicher zeitlicher Verzögerung. In der Preiskomponente des ISM Indexes oder in den schwächelnden Hausverkäufen in den USA konnte man bereits ein Abflachen der wirtschaftlichen Dynamik erkennen.

Bei der Inflationsbetrachtung des nächsten Jahres muss man aber auch berücksichtigen, dass in den nächsten Monaten die hohen Anstiege der Energiepreise nach und nach aus der gemessenen 12 Monats Inflationsrate herausfallen werden. Für die folgende Graphik, für die wir die Inflationsrate in Deutschland modelliert haben, haben wir eine konstante Basisinflation von 4,5% unterstellt und man erkennt, dass auch mit einem immer noch deutlich vorhandenen Preisauftrieb die gemessenen Inflationsraten ab März deutlich zurückkommen sollten. In den USA hat dieser statistische Effekt bereit früher eingesetzt, was auch ein Grund für die dort bereits leicht gesunkenen Inflationsraten war.



Quelle: Bloomberg

Dass die Inflation in 2023 sinken wird, halten wir für relativ sicher. Es müsste schon ein sehr starker Preisanstieg bei Rohstoffen oder Energie eintreten, um dies zu verhindern. Dies sehen wir aber nicht.

Die Frage ist vielmehr, wie tief die Inflationsraten zurück gehen werden? Voraussichtlich nicht auf die Zielniveaus der Notenbanken. Die Inflation sollte nicht mehr als polternder Riese durch das ökonomische Land ziehen, sondern als hartnäckiger Kobold. Es bleibt abzuwarten, welche Inflationsraten die Notenbanken wirklich akzeptieren werden.

Krieg und kein Ende?

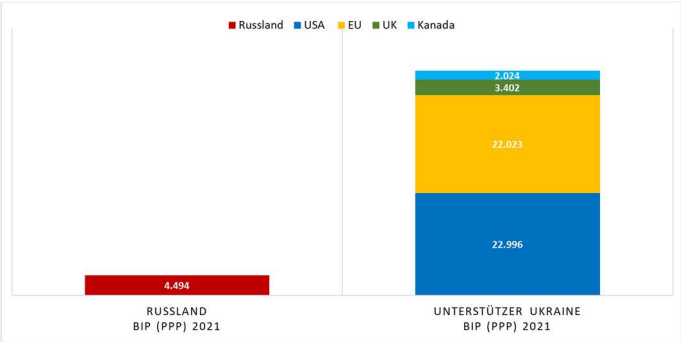
Auch wenn dieser Ausblick in erster Linie auf ökonomischen Faktoren beruhen soll, so müssen wir doch den Krieg in der Ukraine mit seinen möglichen Auswirkungen ansprechen. Schließlich handelt es sich hier um den Auslöser der aktuellen Energiekrise.

Dieser jetzt seit neun Monaten anhaltende Krieg hat entsetzliches Leid über viele Menschen gebracht und ich zolle meinen Respekt all jenen, die etwas tun, um dieses Leid zu lindern.

Zum Winter hin haben sich die Fronten in befestigten Stellungen festgefahren und beide Seiten planen offensichtlich Offensiven für das kommende Jahr, um das Kriegsgeschick in ihrem Sinne zu wenden. Damit steht uns der Höhepunkt der militärischen Auseinandersetzung noch bevor. Doch es ist kaum anzunehmen, dass dieser Konflikt letztendlich militärisch entschieden wird. Denn selbst wenn die Ukraine alle besetzten Gebiete zurück erobern sollte, was unwahrscheinlich ist, würde dies Russland nicht zum Frieden zwingen. Was sollte die Ukraine in einer solchen Situation tun? Auf russisches Gebiet vorrücken? Dafür fehlen die Mittel und dies würde kaum von westlichen Staaten unterstützt werden.

Andererseits wird Russland im kommenden Jahr über deutlich mehr Soldaten verfügen als bisher (ca. 300.000 aus der Mobilisierung).

Aber für die Besetzung eines Flächenstaates mit Millionenstädten ist das immer noch reichlich wenig. Auf dem Höhepunkt des Vietnamkrieges hatten die USA 536.000 Soldaten in Vietnam eingesetzt, mit bekanntem Ausgang. Darüber hinaus ist zu beachten, dass jeder militärische Erfolg Russlands zu verstärkten militärischen Hilfen des Westens für die Ukraine führen wird. Hier kommt das überlegene wirtschaftliche Potential der westlichen Staaten zur Geltung. Die folgende Graphik zeigt das Bruttoinlandsprodukt (BIP) Russlands und das der vier wichtigsten Unterstützerstaaten und Staatengemeinschaften der Ukraine. Für den Vergleich haben wir die kaufkraftbereinigten Bruttoinlandsprodukte verwendet, die die lokale Beschaffungsfähigkeit von Wirtschaftsgütern besser wiederspiegeln. Bei einem rein nominellen in USD umgerechneten Vergleich wäre der Unterschied drei Mal so groß.



Quelle: eigene Berechnung

Wenn eine endgültige militärische Entscheidung unwahrscheinlich ist und vermutlich keine der Frühjahrsoffensiven eine militärische Entscheidung bringen wird, dann könnte die Zeit ernsthafter Verhandlungen gekommen sein.

Die Alternative wäre dann nur ein weiterer Fortgang mit neuen Mobilisierungen, so lange, bis das Regierungssystem einer Seite zusammenbricht. Im Falle der Ukraine würde dies einen fortgesetzten kalten Krieg Russlands mit dem Westen bedeuten. Im Falle Russlands ein völlig unkalkulierbares Risiko einer schwankenden Atommacht.

Da wir in unseren Analysen immer rationalen Lösungen den Vorzug geben, würden wir als erste Option einen Waffenstillstand auf Verhandlungsbasis nach dem Frühjahr erwarten. Die vergangenen Jahre haben aber leider schon öfter gezeigt, dass irrationalen Vorstellungen der Vorzug gegeben wurde.

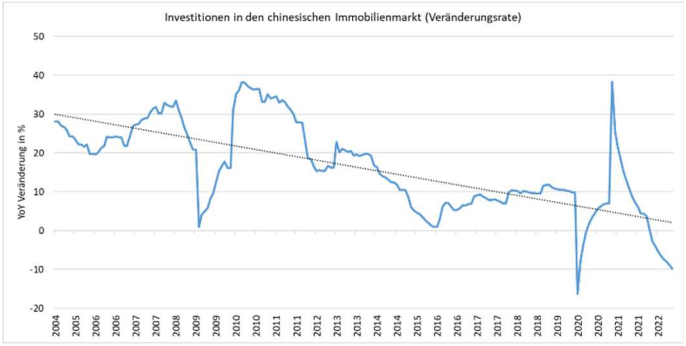
Der chinesische Patient

In den letzten Monaten hat beim Blick auf China vor allem deren Null Covid-Strategie mit ihren ökonomischen Folgen im Mittelpunkt gestanden. Zuletzt hat die chinesische Führung auch dem inneren Druck nachgegeben. Wie stark die sich derzeit abzeichnende Corona-Welle in China wird, kann nicht vorhergesagt werden. Auf jeden Fall wird dieser Faktor die chinesische Wirtschaft aber noch bis in das Frühjahr belasten.

Die chinesischen Probleme beruhen aber nicht nur auf der Pandemie und ihren Folgen. Die Hauptprobleme liegen in dem Auslaufen des bisherigen Wirtschaftsmodells als Werkbank der Welt, einer ausgemachten Immobilienkrise, die sich auch zu einer Finanzkrise ausdehnen kann und der demographischen Struktur der chinesischen Bevölkerung.

Den in Zukunft immer stärker werden Mangel an jungen Arbeitskräften, in Folge der jetzt spürbar werden Ein-Kind-Politik (seit 1979), hatten wir bereits im letzten Jahresausblick dargestellt. Letztendlich wird dieser Mangel zukünftig keine überdurchschnittlichen Wachstumsaussichten mehr zulassen und tendenziell auch zu steigenden Lohnkosten für höher Qualifizierte in China führen.

Eine Triebfeder des chinesischen Aufschwungs war lange Zeit der Immobiliensektor und die Bauwirtschaft. Geschätzt ein Viertel des Wirtschaftswachstums der letzten Jahrzehnte entfällt alleine auf diesen Sektor. Nach wie vor ist der Anteil der Beschäftigten in diesem Sektor hoch und in keinem anderen Land besitzt die Immobilienanlage so hohe Bedeutung für die Kapitalanlage der heimischen Bevölkerung. Und dieser Sektor ist nicht erst seit den Pleiten verschiedener Immobilienentwickler im fallenden Trend. Die folgende Graphik zeigt die Wachstumsraten der Immobilieninvestitionen in China seit 2000:



Quelle: Bloomberg

Zuvor geschaffene Überkapazitäten, zurückgehendes Wirtschaftswachstum und die langsam überalternde und abnehmende Bevölkerung sind die Ursachen. Das Problem das hinter einem schwächelnden Immobiliensektor steckt, dies wissen wir spätestens seit 2008, ist natürlich die Frage möglicher Kreditausfälle und der Stabilität des Bankensektors. Hier kann man zumindest Bedenken äußern. Vermutlich würde in China der Staat notfalls auch den gesamten Finanzsektor stützten, doch das wäre dann die endgültige Abkehr von der internationalen Verzahnung Chinas. Welche Auswirkungen dies auf die chinesische Währung hätte, kann man nur erahnen.

USA, Make the FED great again

Obwohl die Republikaner die Mehrheit im Repräsentantenhaus bei den Midterm Elections im November 2022 gewinnen konnten, war diese Wahl sehr bemerkenswert. Denn trotz der schlechten Zustimmungswerte zu der Politik von Präsident Joe Biden konnten die Demokraten den Senat verteidigen und der Verlust von Mandaten im Repräsentantenhaus war, gemessen an früheren Wahlen, gering.

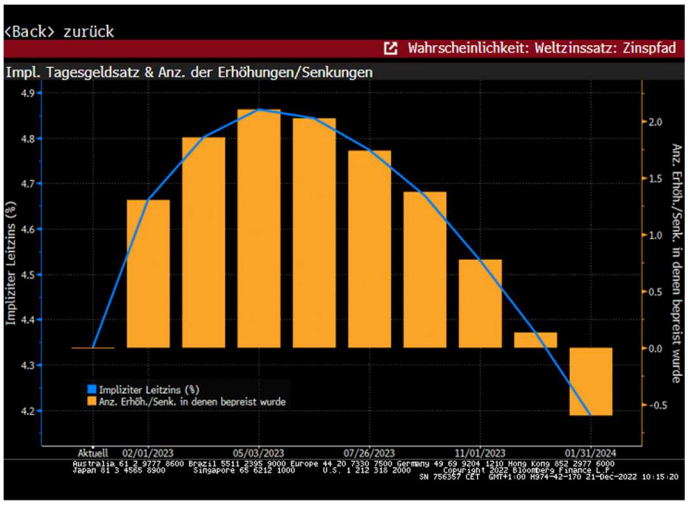
Hintergrund dieser Entwicklung ist Donald Trump und die von ihm ausgehende Polarisierung. Er verfügt zwar über eine große Anhängerschaft im eigenen Lager, aber über wenig Attraktivität für die politische Mitte. Vereinfacht gesagt konnte Trump nur

gegen Hillary Clinton gewinnen und Biden nur gegen Trump. Der shooting star dieser Wahl war Ron DeSantis, der als Gouverneur im klassischen Swing State Florida mit 60% Zustimmung wiedergewählt wurde. Damit hat er mindestens genau so große Chancen auf die Nominierung als Präsidentschaftskandidat der Republikaner wie Trump. Das bedeutet aber, dass eine Fundamentalopposition in den Parlamentskammern, die mit Trump als unbestrittenem Anführer stattgefunden hätte, unwahrscheinlicher geworden ist. Denn DeSantis und seine Anhänger werden eher Kompromissen zuneigen, um Zählbares für die kommenden Wahlgänge vorweisen zu können und sich für die Wähler der Mitte wählbarer zu machen. Eine vollkommene Blockade bei den wiederanstehenden Anhebungen des Schuldenlimits für die US-Regierung sehen wir so nicht. Gemeinsamkeiten wird man vor allem in der Außenpolitik gegenüber China finden.

Diese ausgeglichene Ausgangslage für die Präsidentschaftswahl 2024 hat aber auch wichtige Implikationen für die Geldpolitik der amerikanischen Notenbank. Da sich keine Seite Vorteile davon versprechen kann, sich mit Empfehlungen in die Geldpolitik einzumischen, kann die FED voraussichtlich so unabhängig handeln, wie keine andere Notenbank auf der Welt.

Dies allerdings nur so lange, wie keine heftige Rezession, gefolgt von Massenarbeitslosigkeit eintritt. In diesem Falle würden Politiker, egal welcher Partei, die FED sehr schnell als Schuldigen ausmachen. Dem sind sich die Verantwortlichen bei der FED bewusst, weshalb sie auch sehr kräftige und schnelle Zinsschritte unternommen haben, um danach in eine Phase zu kommen, in der man die Ergebnisse abwarten kann und nur geringfügig nachsteuern muss.

Die aktuellen impliziten Leitzinssätze in den USA sind in der folgenden Graphik als blaue Linie angegeben und die Anzahl der 0,25% Zinserhöhungen als gelbe Balken. Danach sollten die Zinsen noch ein knappes Prozent steigen, um ab der Jahresmitte wieder zu sinken. Ende 2023 sollte der Leitzins sogar niedriger liegen als heute.



Quelle: Bloomberg

Dies ist das Bild eines perfekten soft landings der amerikanischen Volkswirtschaft. Wenn dies wirklich gelingt, hat die FED einen großen Job gemacht. Die historische Erfahrung sagt, dass dies nur ganz selten so eintritt. Aber so sind derzeit die Markterwartungen.

Europa, Einig in Uneinigkeit

Anders als die FED, wird die EZB, egal was sie machen wird, nie die einhellige Zustimmung aller europäischen Regierungen erhalten. Dies liegt weniger an der EZB, sondern viel mehr an den Partikularinteressen der einzelnen Mitgliedsstaaten. Strukturreformen, so oft diese auch gefordert wurden, kommen nicht voran. Stattdessen werden Fragen der Taxonomie oder der Asylpolitik zu Glaubensgrundsätzen erklärt, was dann dazu führt, dass man sich allenfalls auf den kleinsten gemeinsamen Nenner einigen kann. Eine grundsätzliche Lösung von Problemen kommt so kaum voran. Lediglich bei der Frage neuer gemeinsamer Verteilungstöpfe herrscht meistens große Einigkeit.

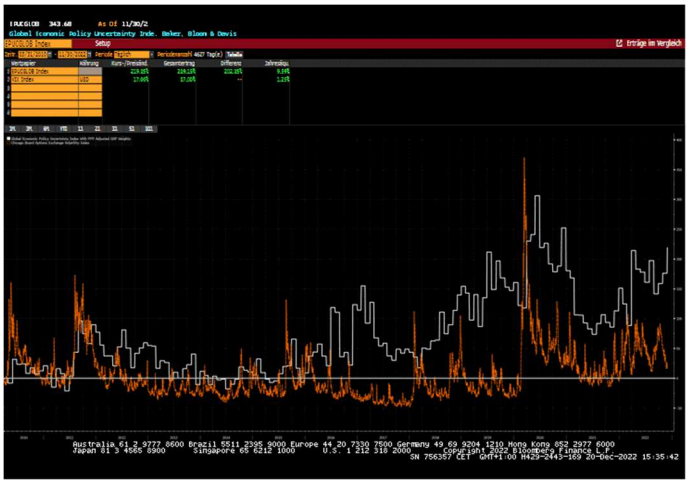
Mit diesen Voraussetzungen fehlt natürlich das langfristig gestalterische Element in der gemeinsamen Politik der europäischen Staaten. Wirtschaftlich führt dies in eine Abhängigkeit von den Entscheidungen der großen Spieler USA und China, die sich die Gründerväter der EU so nie vorgestellt haben. Alleine ist jeder europäische Staat viel zu klein, um im Konzert der Großen mitzuspielen. Und deshalb werden mögliche wirtschaftliche Entscheidungen auch nur eine regional begrenzte Wirkung haben.

Für die EZB heißt dies, dass sie der FED folgen wird. Immer aber mit Sicherheitsabstand, um nicht die hoch verschuldeten Staaten zu stark zu belasten. Die Inflationsrate im Euroraum wird vermutlich länger oberhalb der amerikanischen liegen, was zu deutlich niedrigeren Realrenditen (in Europa vermutlich negativ) bei den Zinsanlagen führen wird. Der USD, auch wenn er zuletzt gegenüber dem Euro etwas geschwächelt hat, sollte wieder an Stärke gewinnen.

Unsere Einschätzung für die Aktienmärkte

Im bisher Gesagten haben wir immer wieder aktuelle oder mögliche Krisen skizziert. Das bedeutet aber nicht, dass deshalb die Aussichten für die Kapitalmärkte in 2023 einfach nur schlecht sind. Unsere Erwartungen für das nächste Jahr formulieren wir anhand von Modellen, in denen die Marktdaten eine wichtige Rolle spielen. Auf die idealtypischen Zinserwartungen sind wir schon eingegangen.

Der Faktor, der uns am Jahresende verblüfft hat, war das drastische Absinken der Optionsvolatilitäten über alle Laufzeiten hinweg. Dies hat auch alle unsere Strategien etwas belastet, da wir immer long Volatilität sind. In Anbetracht all der ungelösten Probleme und deutlich schwankender Aktienmärkte war dies mehr als überraschend. Die nächste Graphik zeigt in der roten Linie die Entwicklung des amerikanischen Volatilitätsindexes (VIX Index). Man erkennt gut, wie dieser Index im letzten Quartal 2022 wieder auf ein niedriges Normalmaß zurückfällt. Dies bedeutet, dass die Volatilitäten kein ungewöhnliches Risiko für 2023 zeigen und damit eine normale Aktienmarktentwicklung erwarten.



Quelle: Bloomberg

Die weiße Linie in derselben Graphik zeigt den globalen Unsicherheitsindex (Bloomberg: EPUCBLOB Index). Dieser Index beruht auf einer Analysesoftware, die die wichtigsten Zeitungen nach Begriffen wie Krise, Gefahr, etc. untersucht und die gefundene Anzahl in einen Index umrechnet. Man sieht, dass dieser Index und der Volatilitätsindex sich gemeinhin in dieselbe Richtung bewegen. Außer am aktuellen Rand. Das bedeutet, das wahrgenommene Risiko und das an den Kapitalmärkten eingepreiste Risiko liegen aktuell weit auseinander.

Wenn wir alle genannten Faktoren und noch einige mehr in unsere Modelle eingeben, dann erhalten wir für das kommende Jahr die folgende Verteilung für einzelne Aktienmarktszenarien.

Hierbei bedeutet der blaue Bereich eine erwartete Kursentwicklung über +20%, der grüne Bereich 0% bis +20%, der gelbe Bereich 0 bis -15% und der rote Bereich eine Kursentwicklung schlechter als -15% (Basis ist die mittlere Entwicklung der europäischen und amerikanischen Aktienindizes).

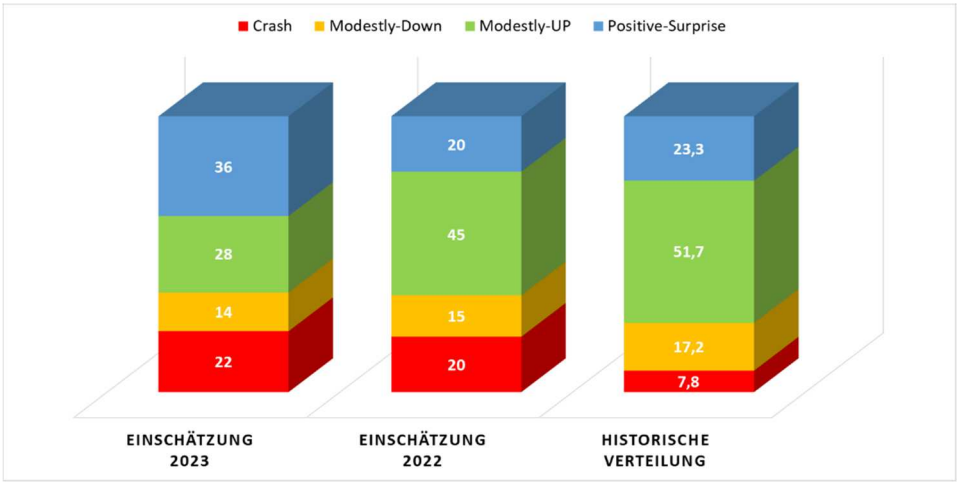
Vor allem im historischen Vergleich sind die beiden Extremszenarien, stark steigen oder stark fallen, sehr hoch gewichtet. Wenn wirklich die Gefahren nicht dauerhaft sind, die Zinsen an den Märkten ab der Jahresmitte fallen und die Aktienmarktbewertungen derzeit relativ niedrig liegen, dann sollte einer sehr guten Aktienmarktperformance nichts im Wege stehen.

Es wird ein schwieriges Jahr, da sind wir uns sicher. Aber nur die schwierigen Jahre legen den Grundstein, Probleme zu überwinden. Es bleibt mir, Ihnen ein gutes und erfolgreiches Jahr 2023 zu wünschen.

Kay-Peter Tönnes
Bad Homburg v.d.H., den 22.12.2022

Impressum
Antecedo Asset Management GmbH
Hessenring 121
D-61348 Bad Homburg v.d.H.
www.antecedo.eu

Geschäftsführer: Kay Tönnes, Dirk Bongers, Günter Wanner
@2022 Antecedo Asset Management



Disclaimer: Diese Unterlage der Antecedo Asset Management GmbH enthält Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Wir übernehmen jedoch keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen. Antecedo behält sich unangekündigte Änderungen der in dieser Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Vorhersagen, Schätzungen und Prognosen vor und unterliegt keiner Verpflichtung, diese Unterlage zu aktualisieren oder den Empfänger in anderer Weise zu informieren, falls sich eine dieser Aussagen verändert hat oder unrichtig, unvollständig oder irreführend wird. Diese Unterlage dient ausschließlich der Information und ist nicht auf die speziellen Investmentziele, Finanzsituationen oder Bedürfnisse individueller Empfänger ausgerichtet. Bevor ein Empfänger auf Grundlage der in dieser Unterlage enthaltenen Informationen oder Empfehlungen handelt, sollte er abwägen, ob diese Entscheidung für seine persönlichen Umstände passend ist, und sollte folglich seine eigenständigen Investmententscheidungen, wenn nötig mithilfe eines unabhängigen Finanzberaters gemäß seiner persönlichen Finanzsituation und seinen Investmentzielen treffen. Diese Unterlage ist kein Angebot oder Teil eines Angebots zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten, noch stellt diese Unterlage eine Grundlage für irgendeinen Vertrag oder irgendeine Verpflichtung dar. Antecedo haftet für diese Unterlage oder die Verwendung ihrer Inhalte nicht.

Vergangenheitswerte sind keine Garantie für zukünftige Wertentwicklungen. Es kann daher nicht garantiert, zugesichert oder gewährleistet werden, dass ein Portfolio die in der Vergangenheit erzielte Wertentwicklung auch in Zukunft erreichen wird. Eventuelle Erträge aus Investitionen unterliegen Schwankungen; der Preis oder Wert von Finanzinstrumenten, die in dieser Unterlage beschrieben werden, kann steigen oder fallen. Im Übrigen hängt die tatsächliche Wertentwicklung eines Portfolios vom Volumen des Portfolios und von den vereinbarten Gebühren und fremden Kosten ab. Bei den in dieser Unterlage eventuell enthaltenen Modellrechnungen handelt es sich um beispielhafte Berechnungen der möglichen Wertentwicklungen eines Portfolios, die auf verschiedenen Annahmen (z. B. Ertrags- und Volatilitätsannahmen) beruhen. Die tatsächliche Wertentwicklung kann höher oder niedriger ausfallen - je nach Marktentwicklung und dem Eintreffen der den Modellrechnungen zugrunde liegenden Annahmen. Daher kann die tatsächliche Wertentwicklung nicht gewährleistet, garantiert oder zugesichert werden.

Für die Einhaltung der angestrebten Wertuntergrenze kann weder die Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG) noch ein anderes mit ihr verbundenes Unternehmen eine rechtliche Garantie oder Gewähr abgeben. Daher sollten sich Investoren bewusst sein, dass möglicherweise in dieser Unterlage genannte Wertsicherungskonzepte keinen vollständigen Vermögensschutz bieten können. Die KVG kann somit nicht garantieren, zusichern oder gewährleisten, dass das Portfolio die vom Investor angestrebte Entwicklung erreicht, da ein Sondervermögen stets Risiken ausgesetzt ist, welche die Wertentwicklung des Portfolios negativ beeinträchtigen können und auf welche die KVG nur begrenzte Einflussmöglichkeit hat. Ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Antecedo darf/dürfen diese Unterlage, davon gefertigte Kopien oder Teile davon nicht verändert, kopiert, vervielfältigt oder verteilt werden. Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklärt sich der Empfänger mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.