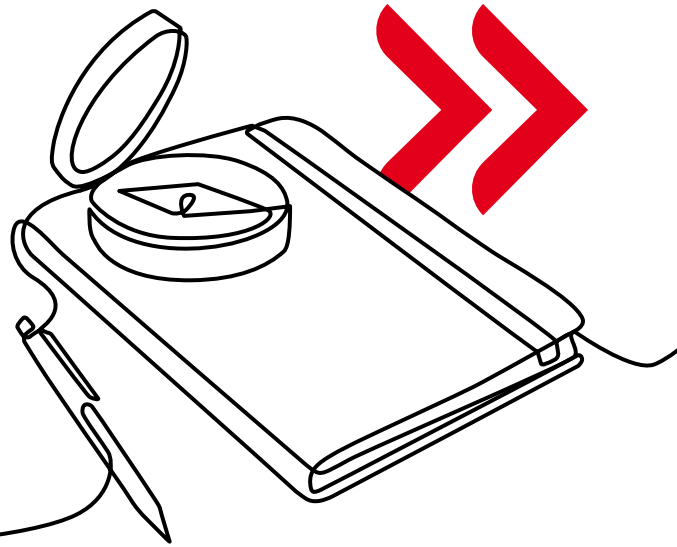


Letter from the Editor

Wie es in den USA zu einem Zahlungsausfall kommen könnte

Edoardo Campanella,
Director and Chief Editor of The Investment Institute
11. Juli 2025



*Letter from the Editor ist unsere zweiwöchentliche Wochenendlektüre,
in der wir das große Ganze betrachten.*

Übersetzung der englischen Originalversion vom 5. Juli 2025

Der "One Big Beautiful Bill Act" wird die öffentlichen Finanzen Amerikas weiter in die falsche Richtung drücken. Zwar droht den USA keine Insolvenzkrise oder ein vollständiger Zahlungsausfall. Investoren sollten jedoch die subtilen Möglichkeiten, die die US-Regierung nutzen könnte, um ihre Schuldenlast auf ihre Kosten zu reduzieren, nicht unterschätzen. In dieser Ausgabe zeigen wir, wie das passieren könnte, indem wir historische Präzedenzfälle heranziehen und die aktuellen politischen Risiken hervorheben. Selbst ohne die Auslassung einer vereinbarten Zahlung könnten die USA ihre steigende Schuldenlast durch verdeckte Formen des "Zahlungsausfalls" (Währungsabwertung, finanzielle Repression, Inflationstoleranz der Fed, Schuldenkrisen, diskriminierende Besteuerung) abbauen. Dies wäre keine historische Anomalie. Trotz ihres Status als tadelloser Schuldner sind die USA ihren finanziellen Verpflichtungen in weniger als 300 Jahren achtmal nicht nachgekommen.

Hallo aus dem Investment Institute!

Das US-Haushaltsgesetz "One Big Beautiful Bill Act" (OBBBA) ist verabschiedet worden. Das Vorzeige-Gesetz von Trump 2.0 ist in vielerlei Hinsicht ein kostspieliger Sieg für die Regierung. Es hat die Republikaner gespalten, ist bei den Wählern weitgehend unbeliebt und droht, Amerikas öffentliche Finanzen auf einen gefährlichen Weg zu bringen.

Nach Angaben des Komitees für einen verantwortungsvollen Bundeshaushalt wird das Gesetzespaket die Staatsverschuldung des Landes in den nächsten zehn Jahren durch die Verlängerung der 2017 beschlossenen Steuersenkungen von 3,8 Billionen US-Dollar um rund 3,4 Billionen US-Dollar erhöhen. Der Gesetzesbeschluss erhöht die Mittel für die Grenzsicherheit und das Militär, während Sozialprogramme wie Medicaid und Lebensmittelhilfe gekürzt werden und Studienkredite teurer werden. Im Gegenzug wird erwartet, dass die Staatsschuldenquote von derzeit rund 100% bis 2034 auf mehr als 125% steigen wird – im Gegensatz zu rund 115% unter dem vorherigen Gesetz. Die Zinsausgaben werden sich bis 2034 verdoppeln, von 1 Billion USD auf etwa 1,9 Billionen USD.

Obwohl es keine klare Schuldenschwelle gibt, deren Überschreitung zu einer Unhaltbarkeit der öffentlichen Finanzen führen würde, wächst die Besorgnis über die fiskalische Gesundheit der USA. Unmittelbar nach der Ankündigung von Präsident Trumps Zollpaket am „Liberation Day“ begannen die Märkte die USA als Schwellenland zu behandeln, wobei die Renditen von Staatsanleihen stiegen und der Wert des Dollars fiel. Im Mai stufte Moody's die USA herab und entzog dem Land sein AAA-Rating. Laut Harvard-Professor Larry Summers würde das OBBBA die US-Wirtschaft "an den Rand einer Stagflation und einer möglichen Finanzkrise" bringen. Der Milliardär Elon Musk, der sich gerade wegen des OBBBA von Trump distanziert hatte, nannte den Gesetzesentwurf "eine widerliche Abscheulichkeit", die zu einer "untragbaren Schuldenlast" führen würde.

Fairerweise muss man sagen, dass die Unfähigkeit, das öffentliche Defizit unter Kontrolle zu bringen, ein parteiübergreifendes Problem ist. Die Biden-Regierung hat mit dem American Rescue Plan Act, dem Infrastructure Investment and Jobs Act, dem Inflation Reduction Act und dem CHIPS and Science Act zum Anstieg der Staatsverschuldung beigetragen. Darüber hinaus dürfte die zunehmende politische Polarisierung das Staatsdefizit in Zukunft weiter erhöhen.

Dies bringt uns zu der Frage für die heutige Ausgabe: **Sind die USA von einem Zahlungsausfall bedroht?**

Die Chancen für ein Szenario, das noch vor wenigen Jahren überzogen und fast unrealistisch schien, sind gestiegen. Der Gedanke an eine ausgewachsene Schuldenkrise in den USA (ähnlich wie in einem Schwellenland) ist jedoch nicht die richtige Betrachtungsweise für die fiskalischen Probleme der USA. Schließlich sind die USA nicht von einer Staatspleite bedroht; die Fed verfügt über zahlreiche politische Instrumente, um die Finanzmärkte zu stabilisieren; der US-Kongress könnte im Falle übermäßiger finanzieller Turbulenzen fiskalische Notfallmaßnahmen ergreifen; was auch immer geschieht, der USD bleibt die globale Reservewährung und agiert als Puffer gegen wirtschaftliche Schocks.

Doch dies darf nicht zu Selbstzufriedenheit führen. Ein Zahlungsausfall der USA könnte subtiler verlaufen als nur das Ausbleiben einer vereinbarten Zahlung. Und er muss nicht zu einer großen Vertrauens- und Schuldenkrise führen. Ein Zahlungsausfall könnte das Vermögen der Anleger auf schleichende Art und Weise erodieren. Für die USA wäre das nichts Neues.

Zahlungsausfall der USA ist bereits eingetreten

Wir neigen dazu, die USA als den zuverlässigsten Zahler auf dem Markt zu betrachten – daher gelten US-Staatsanleihen als sicherer Hafen. "Die USA sind nie in Zahlungsverzug geraten", ist ein gängiger Refrain. Aber wenn man in der Geschichte zurückgeht, kann man zahlreiche Fälle finden, mindestens acht, in denen die US-Regierung unorthodoxe Maßnahmen ergriffen hat, um ein Problem des Schuldenüberhangs zu lösen – durch absichtliche Abwertung der Währung, einseitige Änderung von Vertragsklauseln oder Verzögerung von Zinszahlungen.

Hier ein kurzer historischer Exkurs:

- Von 1775 bis 1779 finanzierte der Kontinentalkongress die Amerikanische Revolution mit dem Kontinentaldollar, einer Fiat-Währung. Exzessives Gelddrucken löste eine Hyperinflation aus, die die Währung 1781 wertlos machte – daher die Formulierung "keinen Continental wert".
- Im Jahr 1790 legte der Funding Act fest, dass der Bund die Kriegsschulden der Bundesstaaten übernehmen sollte, aber die Zinszahlungen wurden bis 1801 aufgeschoben – de facto ein Zahlungsausfall.
- Im Jahr 1814, während des Krieges gegen Großbritannien, konnten die USA die Zinsen für Anleihen nicht in Gold oder Silber zahlen – ein weiterer Zahlungsausfall. Es gelang den USA, ihren Verpflichtungen mit monatelanger Verspätung nachzukommen.
- Im Jahr 1862 überstiegen die Kosten des Bürgerkriegs die Goldreserven. Da ausländische Investoren misstrauisch waren, gab der Kongress Greenbacks (das Äquivalent zum heutigen Dollar) aus, die nicht durch Gold gedeckt waren und schnell 80% ihres Wertes verloren. Bemerkenswerterweise stellte das Vertrauen in der Nachkriegszeit bis 1879 die Stärke des Dollars wieder her, der als "so gut wie Gold" galt.
- Einer der bemerkenswertesten Zahlungsausfälle ereignete sich 1933, als Präsident Franklin D. Roosevelt als Reaktion auf die Große Depression den Goldstandard aufhob. Dieser drastische Schritt hatte erhebliche Auswirkungen auf die Anleihegläubiger, die US-Anleihen in der Annahme kauften, dass ihre Rückzahlungen in Goldmünzen erfolgen würden. Roosevelt hob die Goldklausel auf, und die Regierung bezahlte ihre Gläubiger in abgewerteter Fiat-Währung (der Goldpreis wurde von 20 USD auf 35 USD pro Unze angehoben).
- Im Jahr 1968 waren Silberzertifikate, die seit 1878 in Silber eingelöst werden konnten, nicht mehr durch das Metall gedeckt.
- Am 15. August 1971 setzte Präsident Richard Nixon einseitig die Konvertierbarkeit des Dollars in Gold außer Kraft, was innerhalb eines Jahres zu einer Abwertung von fast 10% führte, und das Ende des Bretton-Woods-Systems einläutete. Obwohl der "Nixon-Schock" keine Zurückweisung der Schulden beinhaltete, wurde er als selektiver Zahlungsausfall interpretiert, weil die USA ihre Verpflichtung gegenüber ausländischen Regierungen, US-Dollar in Gold zum festen Kurs von 35 US-Dollar pro Unze einzutauschen, nicht mehr einhielten.
- Im Jahr 1979 kam es zu einem "Mini-Zahlungsausfall", als 4.000 US Treasury-Schecks im Wert von 122 Mio. USD aufgrund von Back-Office-Problemen verspätet verschickt wurden.

Um nicht noch mehr Ihrer Zeit in Anspruch zu nehmen, lasse ich die vielen Fälle von finanzieller Repression beiseite, deren Ziel es ist, durch regulatorische Maßnahmen einen gefangenen Markt für Staatsanleihen zu schaffen und gleichzeitig die tatsächliche Rendite für die Gläubiger zu senken.



Die USA sind
ihren finanziellen
Verpflichtungen in
weniger als drei
Jahrhunderten
mindestens achtmal
nicht nachgekommen.

Verschiedene Möglichkeiten für einen Zahlungsausfall

Wie dieser kurze Geschichtsrückblick zeigt, sind Zahlungsausfälle in den USA, sowohl harte als auch weiche, nicht ungewöhnlich – aber sie haben keine massive Vertrauens- oder Finanzkrise ausgelöst (meist, weil sie in außergewöhnlichen Zeiten wie Kriegen oder während der Großen Depression stattfanden) und sie haben die Fähigkeit der USA, sich auf den Finanzmärkten Geld zu leihen, nicht nachhaltig beeinträchtigt. Aber selbst kleine Ereignisse können für Anleger kostspielig werden, da ihre USD-Bestände erodieren.

Während wir die Möglichkeit eines Insolvenzproblems in den USA ausschließen, das zu einer großen Schuldenkrise und einer Umschuldung führt, werden fiskalische Beschränkungen vor dem Hintergrund der hohen politischen Polarisierung und institutionellen Rückschritten zunehmend verbindlich. Folglich könnten Maßnahmen zur Verringerung der Schuldenlast in Zukunft verhäuft auftreten. Angesichts der Größe des Marktes für US-Staatsanleihen könnten selbst kleine und kurzlebige Episoden weltweit massive finanzielle Auswirkungen haben.

Ich sehe vier Möglichkeiten, wie die US-Regierung den Wert der Bestände an US-Staatsanleihen erodieren könnte:

1. Nichtanhebung oder Aussetzung der Schuldenobergrenze

Mittlere Wahrscheinlichkeit – nach 2026

In regelmäßigen Abständen ist eine Abstimmung erforderlich, um die Schuldenobergrenze entweder auszusetzen oder die Obergrenze für die staatliche Kreditaufnahme anzuheben. Im letzten Jahrhundert war die Einigung auf ein neues Limit meist eine Formalität, mit nennenswerten Ausnahmen in den Jahren 2011, 2013 und 2023, als die USA am Rande eines Zahlungsausfalls standen und Last-Minute-Vereinbarungen getroffen wurden. Diese drei Krisen wurden auf unterschiedliche Weise gelöst. Im Jahr 2011 wurde die Schuldenobergrenze angehoben und die Ratingagentur S&P stufte die Kreditwürdigkeit der USA von AAA auf AA+ herab. In den Jahren 2013 und 2023 wurde stattdessen die Schuldenobergrenze ausgesetzt, bevor dem US-Finanzministerium das Geld ausging und alle verfügbaren außerordentlichen Maßnahmen ausgeschöpft wurden. Angesichts der zunehmenden politischen Polarisierung, auch innerhalb der Parteien, wird es immer schwieriger, sich auf eine Anhebung oder Aussetzung der Schuldenobergrenze zu einigen. Dies ist kein unmittelbares Problem, da das OBBA die gesetzliche Schuldenobergrenze um 5 Billionen Dollar erhöht hat. Schätzungen zufolge wird diese Obergrenze bis mindestens Ende 2026 ausreichen, dann könnten durch bilanzielle Maßnahmen (sogenannte "außerordentliche Maßnahmen") einige Monate Zeit gewonnen werden, bevor die Schuldenobergrenze angehoben oder ausgesetzt werden müsste. Sollte es 2027 (nach den Zwischenwahlen, die zu einer Spaltung des US-Kongresses und einer weiteren politischen Polarisierung führen könnten) zu einem technischen Zahlungsausfall kommen, wäre dies wahrscheinlich eine kurzlebige Episode, da die Auswirkungen auf die Finanzmärkte so schwerwiegend wären, dass die Politiker gezwungen wären, eine Einigung zu erzielen. Selbst wenn der Zahlungsausfall nichts mit Insolvenzproblemen zu tun hätte, wären die Folgen für den Status des US-Dollars als sicherer Hafen wahrscheinlich lang anhaltend.

2. Wahl eines wohlgesonnenen Fed-Vorsitzenden, um die Schuldenlast real zu reduzieren

Niedrige bis mittlere Wahrscheinlichkeit – nach Mitte 2026

In meinem letzten [Letter](#) habe ich ausführlich über Trumps Kampf um die Fed gesprochen. Heute möchte ich betonen, dass selbst wenn Trump einen Fed-Vorsitzenden wählt, der den Fokus mehr auf Wachstum als auf die Inflation richtet, das FOMC eine konsensorientierte Institution bleibt. Angesichts der Agenda-setzenden Rolle des Fed-Vorsitzenden ist es jedoch möglich, dass es Trump gelingen könnte, die Schmerzgrenze der Zentralbank in Bezug auf die Inflation zu erhöhen, wenn auch nicht radikal. Das Inflationsziel könnte sich eher in Richtung 3% als 2% bewegen, sodass der reale Wert der US-Schulden nur teilweise sinkt – und in erster Linie inländische Einwohner betreffen würde. Während die Fed die kurzfristigen Zinsen jedoch niedriger als nötig halten könnte, könnte es sein, dass die Zinssätze für längere Anleihelaufzeiten steigen, da Anleger eine höhere Laufzeitprämie verlangen. Ein Fed-Vorsitzender der Trump wohlgesonnen ist, könnte auf eine Politik drängen, die das lange Ende der Zinskurve deckelt (ähnlich wie es Japan in den letzten Jahren getan hat) – was die Rendite für die Anleger verringern würde.

In einem noch extremeren Fall, in dem die Marktstimmung so negativ ist, dass es nicht genügend Nachfrage nach Neuemissionen von Staatsanleihen gibt, könnte die Fed eingreifen und de facto Schulden monetarisieren und damit zu einem Inflationsdruck führen, der sich auf die reale Rendite der Anleger auswirken könnte. Dies ist eher eine theoretische Option. Im Moment ist es der Fed untersagt, in den Primärmarkt einzugreifen. Da die Unabhängigkeit der Fed vom Finanzministerium jedoch durch das Gesetz und nicht durch die Verfassung gewährt wird, könnte der US-Kongress das Mandat der Fed mit einer einfachen Abstimmung ändern.

3. Dollar-Abwertung und Erosion ausländischer USD-Bestände **Bereits im Gange**

Die Kombination aus rücksichtsloser Fiskalpolitik und aggressivem Protektionismus seitens der Trump-Regierung hat dazu geführt, dass der US-Dollar seit Jahresbeginn auf breiter Front um mehr als 10% abgewertet hat. Dies wiederum schmälert die Rendite ausländischer Inhaber von US-Staatsanleihen. Dies ist natürlich eine unbeabsichtigte Folge von Trumps Politik und zielt nicht darauf ab, Verluste für internationale Anleger zu generieren. Der Wertverlust des US-Dollars spiegelt jedoch die wachsende Besorgnis der Anleger über die Fähigkeit (und die Bereitschaft) der US-Regierung wider, ihren fiskalischen Verpflichtungen nachzukommen und die Stabilität des Dollars zu wahren. In Schwellenländern gehen Währungskrisen und Zahlungsausfälle tendenziell Hand in Hand. Wenn der Dollar weiter an Wert verliert, werden die Anleger höhere Zinssätze verlangen, nicht nur aus Sorge um die fiskalische Solidität der USA, sondern auch, um mögliche Wechselkursverluste in Zukunft auszugleichen. Im Gegenzug wird ein schwächerer Dollar die Haushaltslage der USA noch komplexer machen.

4. Diskriminierung von ausländischen Investoren **Geringe Wahrscheinlichkeit – jederzeit**

Wenn Länder mit einer erdrückenden Staatsverschuldung konfrontiert sind, könnten sie zwischen ausländischen und inländischen Investoren unterscheiden, um die politischen Kosten im Inland zu mildern. Der kürzlich abgeschaffte Paragraph 899 des OBBBA zielte darauf ab, eine Quellensteuer auf Anleger zu erheben, die in Ländern ansässig sind, die eine "unfaire ausländische Steuer", z.B. eine Digitalsteuer oder eine Steuer auf umgeleitete Gewinne eingeführt haben. In ihrer ursprünglichen Formulierung sollte die zusätzliche Steuer einen Anfangssatz von 5% haben und jährlich um 5 Prozentpunkte auf bis zu 20% steigen. Eine solche Maßnahme könnte als eine Form der finanziellen Repression gegen ausländische Investoren angesehen werden. Angesichts der zentralen Bedeutung ausländischer Investoren für das amerikanische Finanzsystem glauben wir, dass die Trump-Regierung wenig Interesse daran hat, den Vorschlag in Zukunft wieder aufzugreifen. Aber die Tatsache, dass er formell im Kongress diskutiert wurde, ist ein Warnsignal. Sollte dieser Paragraph jemals eingeführt werden, würde dies wahrscheinlich die Finanzmärkte unter den vier diskutierten Optionen am meisten destabilisieren, da das Vertrauen ausländischer Investoren in den Dollar auf fatale Weise untergraben werden würde.

Die fiskalischen Herausforderungen der USA werden den Anlegern noch eine Weile Sorgen bereiten und wahrscheinlich Trump 2.0 überdauern. Es gibt auf Seiten der beiden Parteien eindeutig keine Bereitschaft, die öffentlichen Finanzen zu begrenzen – eine Anpassung, die dem Wachstum schaden würde. Auch wenn eine ausgewachsene Schuldenkrise, die durch eine plötzliche Verschlechterung der Auslandsstimmung gegenüber den USA ausgelöst wird, vorerst nicht realistisch erscheint (letztlich aufgrund der Macht der Fed), könnten Anleger, insbesondere ausländische, erleben, dass der Wert/die Rendite ihrer Bestände an US-Staatsanleihen entweder durch absichtliche Maßnahmen (einseitige Geldpolitik der Fed; finanzielle Repression), die unbeabsichtigten Folgen von Trumps politischer Agenda (Abwertung des USD) oder durch einen politischen Stillstand (Nichtanhebung der Schuldenobergrenze) sinkt.

Wir gehen daher davon aus, dass die Risikoprämie für langlaufende US-Staatsanleihen weiter steigen und der US-Dollar weiter an Wert verlieren wird. Selbst wenn es nicht zu einer Vertrauenskrise kommt, segeln die USA in turbulente fiskalische Gewässer.

Bleiben Sie dran!

Edo

Edoardo Campanella

Director and Chief Editor of The Investment Institute (UniCredit, Milan)

edoardo.campanella@unicredit.eu

UniCredit S.p.A.

The Investment Institute by UniCredit, Piazza Gae Aulenti, 4, I-20154 Mailand

the-investment-institute@unicredit.eu

Rechtliche Hinweise

Glossar

Ein umfassendes Glossar zu vielen in diesem Bericht verwendeten Fachbegriffe finden Sie auf unserer Website:
<https://www.the-investment-institute.unicredit.eu/en/glossary>.

Marketingmitteilung

Diese Veröffentlichung stellt eine Marketingmitteilung der UniCredit S.p.A., der UniCredit Bank Austria AG, der Schoellerbank AG und der UniCreditBank GmbH (im Folgenden gemeinsam als „UniCredit Group“ bezeichnet) dar, richtet sich an die breite Öffentlichkeit und wird ausschließlich zu Informationszwecken kostenlos zur Verfügung gestellt. Sie stellt weder eine Anlageempfehlung noch eine Beratungstätigkeit der UniCredit Group und schon gar nicht ein Angebot an die Öffentlichkeit oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren dar. Die hierin enthaltenen Informationen stellen keine Finanzanalyse dar, da sie nicht nur inhaltlich unvollständig sind, sondern auch nicht in Übereinstimmung mit den gesetzlichen Bestimmungen zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt wurden und keinem Handelsverbot vor der Verbreitung von Finanzanalysen unterworfen sind.

Die UniCredit Group, einschließlich aller ihrer Konzerngesellschaften, kann ein spezifisches Interesse an den hier genannten Emittenten, Finanzinstrumenten oder Transaktionen haben. Angaben zu der Offenlegung zu den von der UniCredit Group gehaltenen Interessen und Positionen sind abrufbar unter: <https://www.the-investment-institute.unicredit.eu/en/conflictsofinterest-positiondisclosures>. Die in dieser Publikation enthaltenen Einschätzungen und/oder Beurteilungen stellen die unabhängige Meinung der UniCredit Group dar und werden, wie alle darin enthaltenen Informationen, nach bestem Wissen und Gewissen auf der Grundlage der zum Zeitpunkt der Veröffentlichung verfügbaren, aus zuverlässigen Quellen stammenden Daten gegeben, haben jedoch lediglich indikativen Wert und können sich nach der Veröffentlichung jederzeit ändern, für deren Vollständigkeit, Richtigkeit und Wahrheitsgehalt die UniCredit Group keine Gewähr übernimmt. Der Interessent muss daher in völliger Eigenständigkeit und Unabhängigkeit seine eigene Anlagebeurteilung vornehmen und sich dabei ausschließlich auf seine eigenen Überlegungen zu den Marktbedingungen und den insgesamt verfügbaren Informationen stützen, auch im Hinblick auf sein Risikoprofil und seine wirtschaftliche Situation. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Vor jeder Transaktion mit Finanzinstrumenten lesen Sie bitte die entsprechenden Angebotsunterlagen. Ferner ist zu beachten, dass:

1. Informationen, die sich auf die frühere Wertentwicklung eines Finanzinstruments, eines Index oder einer Wertpapierdienstleistung beziehen, sind kein Hinweis auf zukünftige Ergebnisse.
2. Wenn die Anlage auf eine andere Währung als die des Anlegers lautet, kann der Wert der Anlage aufgrund von Wechselkursänderungen stark schwanken und sich unerwünscht auf die Rentabilität der Anlage auswirken.
3. Anlagen, die hohe Renditen bieten, können nach einer Herabstufung der Kreditwürdigkeit erheblichen Kursschwankungen unterliegen. Im Falle eines Konkurses des Emittenten kann der Anleger sein gesamtes eingesetztes Kapital verlieren.
4. Bei Anlagen mit hoher Volatilität kann es zu plötzlichen und erheblichen Wertverlusten kommen, die zum Zeitpunkt des Verkaufs zu erheblichen Verlusten bis hin zum Verlust des gesamten investierten Kapitals führen können.
5. Bei außergewöhnlichen Ereignissen kann es für den Anleger schwierig sein, bestimmte Anlagen zu verkaufen oder zu liquidieren oder verlässliche Informationen über deren Wert zu erhalten.
6. Wenn sich die Informationen auf eine bestimmte steuerliche Behandlung beziehen, ist zu beachten, dass die steuerliche Behandlung von der individuellen Situation des Kunden abhängt und sich in Zukunft ändern kann.
7. Beziehen sich die Informationen auf künftige Ergebnisse, so ist zu beachten, dass sie keinen zuverlässigen Indikator für diese Ergebnisse darstellen.
8. Diversifizierung garantiert weder einen Gewinn noch schützt sie vor Verlusten.

Die UniCredit Group kann in keiner Weise für Tatsachen und/oder Schäden verantwortlich gemacht werden, die jemandem aus der Verwendung dieses Dokuments entstehen können, einschließlich, aber nicht beschränkt auf Schäden aufgrund von Verlusten, entgangenen Gewinnen oder nicht realisierten Einsparungen. Der Inhalt der Publikation - einschließlich Daten, Nachrichten, Informationen, Bilder, Grafiken, Zeichnungen, Marken und Domainnamen - ist, sofern nicht anders angegeben, Eigentum der UniCredit Group und unterliegt dem Urheberrecht und dem gewerblichen Rechtsschutz. Es wird keine Lizenz oder ein Nutzungsrecht gewährt, und daher ist es nicht gestattet, den Inhalt ganz oder teilweise auf irgendeinem Medium zu reproduzieren, zu kopieren, zu veröffentlichen und für kommerzielle Zwecke zu nutzen ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der UniCredit Group, mit Ausnahme der Möglichkeit, Kopien für den persönlichen Gebrauch zu erstellen. DE 25/1