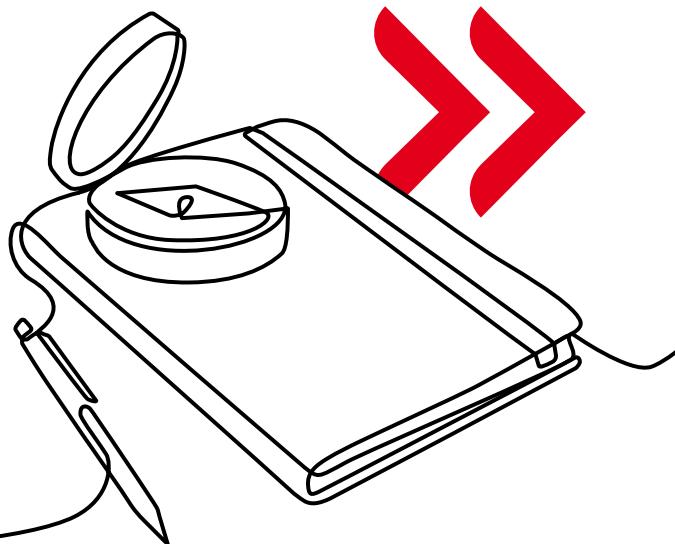


Letter from the Editor

Die Welt im Jahr 2026

Edoardo Campanella,
Director and Chief Editor of The Investment Institute
12. Dezember 2025



Letter from the Editor ist unsere zweiwöchentliche Wochenendlektüre,
in der wir das große Ganze betrachten, eine Frage nach der anderen.

Übersetzung der englischen Originalversion vom 6. Dezember 2025

Dies ist die Zeit des Jahres, in der wir einen Blick auf die nächsten zwölf Monate werfen. Trump 2.0 hat sich als weitaus turbulenter und disruptiver erwiesen, als die meisten Analysten erwartet hatten. Sein erstes Jahr im Amt hat ein politisches, wirtschaftliches und finanzielles Erdbeben ausgelöst – nur gemildert durch den KI-Boom. Unternehmen und Finanzmärkte passen sich nun an dieses regellose Umfeld an. Unterdessen definiert Europa seine globale Rolle neu. 2026 dürfte eine Phase der Anpassung folgen und nicht der nächste tektonische Umbruch – das Trump-Nachbeben.

Hallo aus dem Investment Institute!

Letzten Montag haben wir *The Compass 2026* veröffentlicht – unsere jährliche Flaggschiff-Publikation, die eine unverwechselbare europäische Perspektive auf die Weltwirtschaft und die Finanzmärkte bietet. In dieser Ausgabe untersuchen wir, wie sich das zweite Jahr der Trump-Regierung entwickeln könnte; warum Europa das Potenzial hat, als globaler Referenzmarkt mit den USA zu konkurrieren; wie der Kontinent kritische Rohstoffe sichern kann; warum die KI-Story intakt bleibt; und vieles mehr.

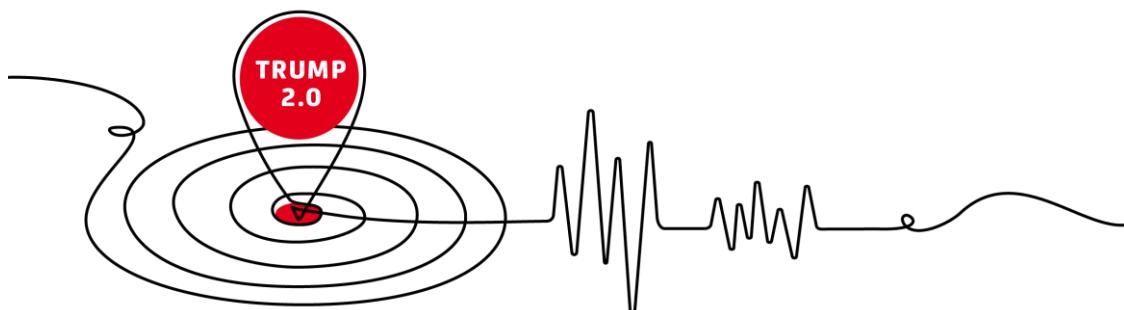
Im heutigen *Letter* möchte ich Sie zum Lesen unserer Publikation verleiten, indem ich meinen Leitartikel ausführe; darin stelle ich folgende Frage:

Wie wird die Welt im Jahr 2026 aussehen?

Um dies zu beantworten, wende ich mich der Seismologie zu. Nach einem schweren Erdbeben kommt die Erdkruste nicht sofort zur Ruhe; stattdessen folgen eine Reihe von Nachbeben – kleinere Erschütterungen, die eine gewisse Zeit auftreten können.

Wenn 2025 das Trump-Erdbeben stattgefunden hat, wird 2026 das Nachbeben bringen. Die Weltwirtschaft wird im nächsten Jahr voraussichtlich erneut erschüttert, wenn auch weniger heftig als das, was wir dieses Jahr erlebt haben.

US-Präsident Donald Trump hat immer noch viele Möglichkeiten, die Märkte zu erschüttern – und er wird nicht zögern zu handeln, wenn sich daraus politisches Kapital schlagen lässt, selbst auf Kosten langfristiger Stabilität. Seit seiner Rückkehr ins Weiße Haus ist er aber so radikal vorgegangen, dass neue Maßnahmen wahrscheinlich nur schrittweise erfolgen werden.



Trump sind die Hände gebunden

Aufgrund der bevorstehenden Zwischenwahlen dürfte Trump vorsichtiger agieren, um die Wirtschaft nicht durch Schockmaßnahmen zu destabilisieren. Seine Umfragewerte sind im Keller, und er versucht, die **inländische Kaufkraft** – die ironischerweise teilweise unter seiner Politik gelitten hat – zu stärken, indem er die Zölle auf Lebensmittel überdenkt und einen Teil der Zolleinnahmen an die Amerikaner weitergibt, mit Ausnahme der Spitzenverdiener.

Der Sieg des selbsternannten Sozialisten Zohran Mamdani bei der Bürgermeisterwahl in New York unterstreicht, wie folgenreich eine K-förmige Wirtschaft politisch sein kann. In den kommenden Monaten wird Trump sich eher auf Bürgerrechtsthemen konzentrieren, die die nationale Debatte polarisieren und hohe politische Vorteile bringen, ohne der Wirtschaft zu schaden.

Zudem werden die zahlreichen politischen Beschlüsse des Jahres 2025 seine Optionen im kommenden Jahr einschränken. Mit einem Haushaltsdefizit von über 6% des BIP gibt es keinen Spielraum für eine weitere "One Big Beautiful Bill". Die volle Wirkung der vor dem Sommer verabschiedeten Fiskalmaßnahmen wird sich 2026 entfalten. Unterdessen haben Massenentlassungen und Einstellungsstopps zu Unterbesetzungen in Bundesbehörden geführt, was die Möglichkeit weiterer Kürzungen begrenzt.

Ein weiterer "Tag der Befreiung" mit zusätzlichen globalen Zollerhöhungen ist vom Tisch. Die USA müssen sich mit den Folgen der ersten Zollrunde auseinandersetzen. Wahrscheinlicher ist, dass Trump jüngst unterzeichnete Handelsabkommen erneut überprüft und mit neuen protektionistischen Maßnahmen droht, falls die Handelsspannungen eskalieren. Kurz gesagt, die Handelsabkommen sind nicht in Stein gemeißelt.

Trump hat die Welt von einem regelbasierten zu einem **merkantilistischen System** verschoben – das auch im nächsten Jahr sicherlich bestehen bleiben wird. Bei Trump prägen Macht (nicht Regeln) die Handelsbeziehungen und schaffen Hierarchien, die nichts mit komparativen Vorteilen zu tun haben. Im nächsten Jahr werden wir wahrscheinlich eine beispiellose Fusion von staatlicher und unternehmerischer Macht sehen. Die Trump-Regierung wird in die Entscheidungsfindung privater Unternehmen eingreifen, um ihre eigenen politischen Ziele zu erreichen, indem sie die Unternehmen vor ausländischem Wettbewerb schützt oder ihnen hilft, Abkommen mit ausländischen Regierungen abzuschließen.

Eine politische Fed

Die größte Unsicherheit liegt bei der Fed. Die politische Einflussnahme dürfte zunehmen, doch die Checks and Balances – sowie der Oberste Gerichtshof – machen eine vollständige Übernahme unwahrscheinlich. Zwei Schlüsselmomente stechen in dieser Hinsicht hervor:

1. **Januar:** Der Oberste Gerichtshof wird über die Legitimität der Entlassung von Gouverneurin Lisa Cook entscheiden.
2. **Ende Februar:** Der Fed-Vorstand wird die 12 regionalen Fed-Präsidenten ernennen.

Wenn Cook entlassen wird, würde sich im siebenköpfigen Gremium eine Trump-orientierte Mehrheit (Miran, Bowman, Waller und Cooks Nachfolger) bilden. Aber würde dies ausreichen, um sicherzustellen, dass nur politisch geneigtere regionale Fed-Präsidenten ernannt werden?

Stephen Miran – der immer wieder für Zinssenkungen von 50 Basispunkten gestimmt hat – ist zwar Trumps Mann bei der Fed, dennoch sollten wir unabhängige Stimmen wie Michelle Bowman und Christopher Waller nicht vergessen. Beide zählen zu den Anwärtern auf Powells Nachfolge. Wenn Trump, wie es nun wahrscheinlich erscheint, **Kevin Hassett** (derzeitiger NEC-Direktor) für die Nachfolge des Vorsitzenden wählt, hätten Bowman und Waller wenig Anreiz, ihren Ruf zu gefährden, indem sie ein vollständig politisiertes FOMC zusammenstellen, bestehend aus den sieben Vorstandsmitgliedern plus fünf regionalen Fed-Präsidenten.

Hassett, der keine Erfahrung im Zentralbankwesen hat, wird bei der Fed sicherlich eine politischere Perspektive einbringen. Doch seine Loyalität zu Trump wird schnell auf die Probe gestellt werden. Da die Inflation bei etwa 3% stagniert und das US-Wachstum im nächsten Jahr bei etwa 2% erwartet wird, wäre eine zu expansive Politik riskant. Als vertrauenswürdiger Berater könnte Hassett Trump eher davon überzeugen, dass aggressive Zinssenkungen vor den Zwischenwahlen die Inflation anheizen und die Chancen der Republikaner, die Kontrolle im Kongress zu behalten, gefährden könnten.

Es wäre nicht das erste Mal, dass ein US-Präsident einen loyalen Fed-Vorsitzenden nominiert, aber nicht bekommt, was er will. 1951 zwang Präsident **Harry S. Truman** Thomas McCabe zum Rücktritt und sagte ihm, seine "Dienste seien nicht mehr zufriedenstellend". McCabe hatte sich zu Schulden kommen lassen, Trumans Anweisungen nicht befolgt zu haben, de facto die Staatsverschuldung zu monetarisieren. Truman nominierte daraufhin William McChesney Martin, der eine hawkische Anti-Inflationspolitik verfolgte. Truman nannte ihn bei einem Treffen in New York einen "Verräter".

Wir sind gespannt, wie politisch die Fed letztendlich sein wird.

Das makroökonomische Umfeld in den USA (Inflation über dem Ziellniveau und solides Wachstum), erfordert keine aggressiven Zinssenkungen. Unserer Ansicht nach liegt r^* momentan bei etwa 3,5% – da der natürliche Zinssatz angesichts des KI-Booms, niedriger Haushaltserspartisse und eines hohen Haushaltsdefizits steigt. Daher würde eine neutrale geldpolitische Haltung erfordern, dass die Fed noch zweimal (auf genau 3,5%) kürzt. Stattdessen würde eine vollständige Politisierung der Fed zu einer aggressiven geldpolitischen Lockerung führen (Zinssenkungen von möglicherweise mehr als 250 Basispunkten), einem schwächeren USD (**EUR-USD in Richtung 1,35**), niedrigeren kurzfristigen Renditen und einer deutlich höheren Laufzeitprämie aufgrund des Anstiegs der Inflationserwartungen.



Eine vollständige
Politisierung der Fed ist
unwahrscheinlich.

Chinas Ungleichgewichte

China bereitet sich seit fast einem Jahrzehnt auf eine zersplitterte Weltordnung vor. Die Strategie der Selbstständigkeit zahlt sich inzwischen selbst im Halbleitersektor aus – einem Bereich, in dem das Land traditionell von den USA abhängig war. Die Früchte dieses weitsichtigen Ansatzes zeigen sich auf der Angebotsseite: Chinas Industrie ist in der globalen Wertschöpfungskette deutlich nach oben geklettert. Dennoch bleibt die Inlandsnachfrage schwach, belastet durch die Immobilienkrise. Infolgedessen bleibt Chinas Exportabhängigkeit bestehen – eine enorme Schwachstelle in einer zunehmend gespaltenen Weltwirtschaft.

Dies wird sich im kommenden Jahr wohl kaum ändern. Im März wird Peking seinen nächsten Fünfjahresplan vorstellen, der weitgehend den momentanen Kurs beibehalten wird: Innovation und Selbstständigkeit priorisieren. Präsident Xi Jinping geht eine makroökonomische Malaise mit einer mikroökonomischen Strategie an – durch eine Neugestaltung der Angebotsstruktur, indem er Unterstützungsmaßnahmen für den Immobiliensektor reduziert und fiskalpolitische und kreditbezogene Unterstützungsmaßnahmen auf die Industrie umlenkt.

Daraus ergibt sich eine wachsende **Diskrepanz zwischen Angebot und Nachfrage**. Aufgrund der erhöhten geopolitischen Spannungen glaubt Peking, dass nur eine starke industrielle Basis, koordiniert vom Staat, die nationale Macht stärken und Schwachstellen reduzieren kann. Doch wenn die Inlandsnachfrage schwach bleibt, während die Produktion wächst, entstehen Überkapazitäten – wie bereits sichtbar bei Batterien, Elektrofahrzeugen und Solarpaneelen – die von ausländischen Märkten absorbiert werden müssen.

Daher werden die Handelsspannungen mit den USA voraussichtlich anhalten. Die Einigung im Handelsstreit mit Washington dürfte bis zum nächsten Herbst halten, aber Peking wird nicht davor zurückschrecken, den Export kritischer Rohstoffe, wenn nötig, einzuschränken. China ist in vielerlei Hinsicht besser positioniert, einen Handelskrieg zu gewinnen. Nehmen wir Halbleiter als Beispiel: Die USA kontrollieren das Endprodukt, den Chip, aber China kontrolliert den Input, die Rohstoffe, die Chips überhaupt möglich machen. Aus der Terminologie des Kalten Krieges entlehnt, genießt China die Dominanz der Eskalation. Wir erwarten eine Intensivierung des Tech-Wettbewerbs, mit einem klaren Schwerpunkt Chinas auf KI-Anwendungen und einem US-Fokus auf KI-Modelle.

Europas Chance, ein Referenzmarkt zu werden

Europa steht vor der Herausforderung, sich an eine von nationalen Interessen geprägte, regellose Ordnung unter Trump anzupassen. Nach den ambitionierten Ankündigungen des Jahres 2025 – Deutschlands „Fiskal-Bazooka“ und neue Verteidigungsinitiativen – muss 2026 zum Jahr der Umsetzung werden. Das Trump-Nachbeben, das weniger heftig sein wird als das ursprüngliche Erdbeben, könnte Europas Entschlossenheit schwächen, sich neuen Herausforderungen zu stellen. Realistisch betrachtet erscheint ein schrittweiser Ansatz wahrscheinlicher. Der Kurs hin zu einem „geopolitischeren“ Europa wirkt daher eher ambitioniert als gesichert. Dennoch könnten wir nächstes Jahr erste „Koalitionen der Willigen“ in bestimmten Bereichen sehen, in denen bedeutender Fortschritt in Reichweite ist.

Europa kann sich jedoch höhere Ziele setzen. Mit Kühnheit hat es die Chance, zum **internationalen Referenzmarkt zu werden**, auf Augenhöhe mit den USA. Anzeichen des schwindenden Vertrauens in Amerika sind offensichtlich: Die strukturelle Schwäche des US-Dollars und stark steigende Goldpreise deuten darauf hin, dass globale Investoren US-Institutionen hinterfragen – während sie weiterhin Geld in US-Aktien pumpen. Europa hat mit seinen eigenen politischen Fragilitäten zu kämpfen, aber das institutionelle (und demokratische) Umfeld wirkt solider als das in den USA. Nehmen wir die EZB als Beispiel. Angesichts ihres Aufbaus wird die Zentralbank niemals anfällig für die Art politischer Einflussnahme sein, der die Fed derzeit ausgesetzt ist.

In *The Compass 2026* betrachten wir fünf miteinander verknüpfte Bereiche, in denen Fortschritte greifbar sind und die Europa im Verlauf unseres Prognosehorizonts helfen können, sich neu zu positionieren: **1.** effektive Industriepolitik; **2.** Entwicklung eines liquiden Safe-Haven-Assets; **3.** Vollendung des EU-Binnenmarkts; **4.** Einführung des digitalen Euro; **5.** breiter Einsatz fortschrittlicher Technologien. In einigen Fällen geht es lediglich darum, die Wahrnehmung des Kontinents zu verändern. In anderen Fällen ist die Frage eher, wie man Ressourcen produktiv umlenkt. Einige Maßnahmen lassen sich rasch umsetzen, andere erfordern mehr Zeit.

Was erforderlich ist, ist die Bereitschaft, politisches Kapital zu investieren, einen wirklich europäischen Ansatz zu verfolgen und die letzte Meile abzudecken. Vor allem **braucht es Führung**. Die derzeitige politische Instabilität in Frankreich und Deutschlands Fokus auf innenpolitische Themen haben den französisch-deutschen Motor geschwächt, der traditionell die europäische Integration vorangetrieben hat. In diesem Zusammenhang sollte Deutschland als Europas Lokomotive fungieren – nicht nur wirtschaftlich, sondern auch politisch. Italien sollte dank seiner inneren politischen Stabilität die Gelegenheit nutzen, eine führende Rolle zu spielen, während Spanien aufgrund seiner starken wirtschaftlichen Entwicklung dazu beitragen kann, die Dynamik innerhalb der Europäischen Union neu zu gestalten.

Auswirkung auf die Märkte

Für die Märkte wird das Nachbeben sicherlich weniger destabilisierend sein als der ursprüngliche Schock. Aus diesem Grund könnte der Druck auf den US-Dollar etwas nachlassen, auch wenn seine Zukunft als sicherer Hafen ungewiss bleibt. Ebenso dürften die Renditen von Staatsanleihen auf beiden Seiten des Atlantiks im Verlauf unseres Prognosezeitraums wahrscheinlich leicht steigen. Gold könnte weiterhin von der Unsicherheit profitieren, die durch den Übergang zu einer neuen globalen Ordnung entsteht.

Die globalen Aktienmärkte dürften im nächsten Jahr weiter nach oben tendieren. Insgesamt bleibt die KI-Story intakt. Eine KI-Blase sehen wir nicht, aber Risiken bestehen durchaus. Wir müssen die Risiken jedoch richtig bewerten. Vergleiche mit der Dotcom-Blase sind irreführend. Die Mag 7 sind keine Start-ups mit spannenden Geschäftsideen, aber ohne marktfähige Produkte. Sie sind ausgereifte, kapitalreiche und hochprofitable Unternehmen. Ein besserer Vergleich hier ist die Eisenbahn-Manie in Großbritannien Mitte des neunzehnten Jahrhunderts. Damals führten Überschuldung und Überkapazitäten dazu, dass die Blase platzte. Der größte Schwachpunkt für den KI-Boom ist tatsächlich der Aufbau der **KI-Infrastruktur**, wo das Risiko von Überinvestitionen hoch ist.

Für die anderen beiden Ebenen des KI-Ökosystems, Plattformen und Anwendungen, lauern eigene Risiken. Was **Plattformen** betrifft, so ist trotz breiter Nutzung großer Sprachmodelle (LLMs) die Fähigkeit, Engagement in nachhaltige Umsätze und Gewinne zu verwandeln, bislang unbewiesen. Die Nutzung stammt überwiegend von Retail-Anwendern, die häufig kostenlose Modelle verwenden. Hoher Traffic bedeutet also nicht automatisch Profit. Gleichzeitig untergraben konkurrierende Plattformen – von Open-Source-Modellen bis hin zu integrierten KI-Funktionen in bestehenden Software-Ökosystemen – die Differenzierung und beschleunigen die Standardisierung des Marktes.

Mit zunehmendem Wettbewerb und schwindender Modell-Differenzierung dürfte sich die Wertschöpfung nach oben in die **Anwendungsebene** verlagern. Doch diese Entwicklung steckt noch in den Anfängen. Die Herausforderung besteht darin, den Sprung von Experimenten zu unverzichtbaren Anwendungen zu schaffen und zu beweisen, dass KI über reine Effizienzgewinne hinaus stabile Umsatzströme generieren kann. Sollte die Differenzierung der Modelle weiter schwinden und Anwendungen nicht in die Breite skalieren, könnte der Investitionsschwung hinter dem aktuellen Capex-Boom an Kraft verlieren. Die nächste Phase der KI-Story hängt daher weniger vom Ausbau der Rechenkapazitäten ab, sondern davon, ob sich auf Anwendungsebene greifbarer wirtschaftlicher Mehrwert nachweisen lässt.

Das erste Jahr von Trump 2.0 brachte eine Disruption; 2026 dürfte hingegen eine Phase der Anpassung folgen und nicht der nächste tektonische Umbruch.

Um mehr darüber zu erfahren, was wir 2026 erwarten, empfehle ich Ihnen, sich [The Compass 2026](#) anzusehen.

Genießen Sie Ihr Wochenende.

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 Milan

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 volliger 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