

DROHT EIN KI-CRASH AM AKTIENMARKT?

Die Warnungen nehmen zu, dass sich bei den Aktien von KI-Unternehmen eine spekulative Blase zu bilden drohe. Als Beleg für diese These dienen die enormen privaten Investitionen in KI, die meist noch nicht rentabel sind. Auch die zirkulären Investitionen innerhalb des KI-Sektors, die einen geradezu inzestuösen Eindruck erwecken, werden mit Skepsis betrachtet. Dennoch fehlen bislang wichtige Merkmale einer typischen Spekulationsblase. Eklatante und dauerhafte fundamentale Fehlbewertungen sind im Durchschnitt des KI-Sektors ebenso wenig zu erkennen wie eine ausufernde Verschuldung oder zunehmende Kapitalerhöhungen.

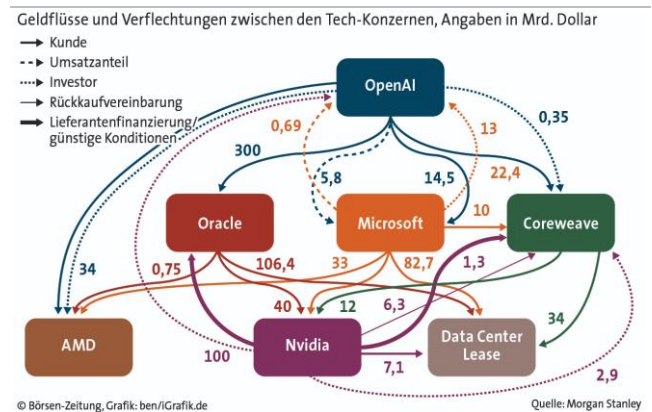
Anfang August hatten wir darauf hingewiesen, dass der Wachstumsschub durch die Nutzung Künstlicher Intelligenz (KI) auf sich warten lässt ([Link](#)). **Der KI-Boom wird durch massive private Investitionen angetrieben, doch ob und wann sich diese rechnen werden, ist ungewiss.** KI-Technologien sind inzwischen weit verbreitet. Mehr als 800 Millionen Menschen nutzen mindestens einmal pro Woche ChatGPT. Die gesamtwirtschaftliche Produktivität hat sich dadurch bislang jedoch nicht erhöht. Manches spricht dafür, dass die Erträge und Produktivitätsgewinne von KI-Investitionen einer J-Kurve folgen, also erst nach einer gewissen Zeit positiv werden.

Auch für OpenAI, dem Entwickler von ChatGPT, ist der Siegeszug seiner KI wirtschaftlich bislang noch kein Erfolg. Im ersten Halbjahr 2025 erwirtschaftete das Unternehmen, das 4.500 Mitarbeiter beschäftigt, einen Verlust von 2,5 Mrd. US-Dollar. Vor diesem Hintergrund warnt Torsten Sløk, der Chefvolkswirt der Private-Equity-Firma Apollo, **dass die KI-Blase an den Aktienmärkten größer sei als die IT-Blase der 1990er Jahre.**

Die mangelnde Profitabilität von OpenAI ist allerdings nicht untypisch für ein junges Unternehmen und daher kein Indiz für eine allgemeine Blase. Unternehmen wie NVIDIA, die ähnlich wie die Betreiber von Rechenzentren direkt von den enormen KI-Investitionen profitieren, sind hingegen **hochprofitabel**.

Ob KI die Gewinne in der Breite steigern kann, hängt von der langfristigen Rentabilität der aktuellen Investitionen ab. Dabei werfen nicht nur die Schnelligkeit und die Höhe dieser Investitionen, sondern auch deren **Zirkularität** Fragen auf. Ende September kündigte NVIDIA an, bis zu 100 Mrd. US-Dollar in OpenAI zu investieren, um eine neue Generation von Rechenzentren zu finanzieren. Im Gegenzug verpflichtete sich OpenAI, Millionen von NVIDIA-Chips für diese Zentren zu kaufen. Einige Tage später

schloss OpenAI eine ähnliche Vereinbarung über mehrere Milliarden US-Dollar mit AMD ab. Diese Deals wurden von Investoren gefeiert, sorgten aber auch für Stirnrunzeln, da sie unübersichtlich und geradezu inzestuös wirken.



Überkreuzbeteiligungen und zirkuläre Geschäfte mögen verwirrend sein, sind aber nicht zwangsläufig ein Anzeichen für eine Blase. Bedenklich wird es erst, wenn Investitionen durch Kapitalerhöhungen und/oder eine stark steigende Verschuldung finanziert werden. Das ist aktuell jedoch nicht der Fall. Solange OpenAI direkt und eigenfinanziert Aktien von AMD kauft und diese hält, ist dies kein Warnsignal. Ein möglicher Verkauf dieser Aktien am Sekundärmarkt könnte jedoch ein Zeichen dafür sein, dass die AMD-Aktien aus Sicht des Verkäufers überbewertet sind. Weitere Warnzeichen für eine Blase wären eine massive Welle von Börsengängen von KI-Unternehmen, Akquisitionen, die überwiegend mit eigenen Aktien finanziert werden, oder die Einstellung des Rückkaufs eigener Aktien. Keines dieser drei Signale für eine Blase ist derzeit im KI-Sektor zu erkennen.

Auch bei der Frage, ob die Investitionen in KI zu hoch sind, muss differenziert werden. Auf der Ebene eines einzelnen Unternehmens lässt sich kaum mit Sicherheit sagen, ob und wann sich die aktuellen Investitionen als rentabel erweisen werden. Wenn sich aber der gesamte

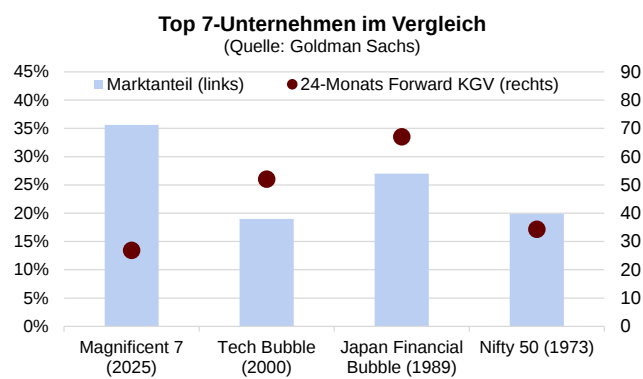
Sektor derzeit in einer Blase befinden würde, wären die aggregierten KI-Investitionen viel zu hoch und in der Summe langfristig nicht rentabel. Für beides gibt es aber keine überzeugenden Beweise.

Mit Blick auf die Höhe der gesamten KI-Investitionen darf man sich nicht von den nominalen Zahlen blenden lassen. In einer aktuellen Analyse weist Goldman Sachs darauf hin, dass die historischen Investitionen in Infrastruktur in der Regel einen Höchststand von zwei bis fünf Prozent des BIP erreichten. Während der Elektrifizierung der Fertigung in den 1920er Jahren und während des IT-Booms Ende der 1990er Jahre lagen die Investitionen in der Spitze bei etwa anderthalb bis zwei Prozent des BIP. **Die KI-Investitionen in den USA in den letzten zwölf Monaten liegen unter einem Prozent des BIP, was im historischen Vergleich ein großer, aber nicht übermäßiger Impuls ist.**

Die Frage nach der gesamtwirtschaftlichen Rentabilität dieser Investitionen bleibt jedoch bestehen. Eine kürzlich veröffentlichte Studie des MIT äußerte Skepsis darüber, ob generative KI überhaupt einen signifikanten Mehrertrag schaffen kann. Demnach hätten 95 Prozent der KI-Pilotprogramme keinen messbaren geschäftlichen Mehrwert gebracht, während nur fünf Prozent der selbsterstellten KI-Tools die Produktionsreife erreichten. Die Studie kommt allerdings auch zu dem Schluss, dass Unternehmen einen erheblichen Mehrwert erzielen, wenn KI-Automatisierungsprojekte nicht von Beratern, sondern von den Unternehmen selbst initiiert werden. Die Anwendungen sollten zudem nicht selbst entwickelt, sondern eingekauft werden. **Unternehmen müssen also zunächst herausfinden, wie sie KI-Anwendungen am besten in ihre Geschäftsprozesse integrieren. Tun sie**

dies erfolgreich, können sie deutliche Produktivitätssteigerungen erzielen. Dafür ist allerdings eine erhebliche Rechenleistung erforderlich, die weitere Investitionen erfordert.

Solange Unternehmen davon überzeugt sind, sich durch ihren **First-Mover-Vorteil** einen überdurchschnittlichen Anteil der Gewinne aus dem KI-Einsatz sichern zu können, und solange kontinuierliche Investitionen in Rechenkapazitäten zu einer Verbesserung der KI-Leistung führen, sollte der KI-Boom anhalten.



Ängste vor einer Blasenbildung erscheinen vor diesem Hintergrund derzeit übertrieben. Zwar ist der Marktanteil der KI-Unternehmen an den Aktienmärkten sehr hoch, doch im historischen Vergleich wirken die Kurs-Gewinn-Verhältnisse nicht zu hoch. Die typischen Anzeichen für eine Blase – nämlich dauerhafte und extreme Fehlbewertungen, die von zunehmender Verschuldung und Sorglosigkeit getrieben werden – sind in der KI-Branche (noch) nicht zu erkennen.

Ansprechpartner: Investment Office Marcard, Stein & Co, Dr. Christoph Kind (ckind@marcard.de), +49 40 32099-319, Dr. Tariq Chaudhry (tchaudhry@marcard.de), Yannick Düring (yduering@marcard.de), Ralph Groß (rgross@marcard.de), Maximilian Völpel (mvoelpel@marcard.de)

Herausgeber

MARCARD, STEIN & CO AG – DIE FAMILY OFFICE BANK, Ballindamm 36, 20095 Hamburg, Tel. +49 40 32099-0, Fax +49 40 32099-200, www.marcard.de

© Copyright 2025

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtes ist ohne unsere Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Haftungsausschluss

Dem Inhalt dieses Werks liegen vertrauenswürdige Informationen aus öffentlich zugänglichen Quellen zugrunde. Für die Richtigkeit können wir jedoch keine Gewähr übernehmen. Die hierin enthaltenen Aussagen können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. Dieses Werk stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren dar und ersetzt keine aktuelle anleger- und produktbezogene Beratung über den Erwerb von Wertpapieren. Voraussetzung für eine kunden- und produktgerechte Beratung ist, dass Sie uns auf unsere Fragen bezogen auf Ihre Anlageziele und finanziellen Verhältnisse aktuelle, richtige und vollständige Angaben machen. Nur so sind wir in der Lage, Ihnen Empfehlungen entsprechend Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten zu geben. Im Rahmen der Geeignetheitsprüfung gleichen wir unsere Empfehlungen mit Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten ab. Insbesondere die Risikobereitschaft, Verlusttragfähigkeit und der bevorzugte Anlagehorizont bilden essentielle Bausteine für eine erfolgreiche und individuell zugeschnittene Anlageberatung.

Die Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Durch etwaige andere Gesetze, Gesetzesänderungen, Veränderung der Rechtsprechung oder Erlasse kann sich die steuerliche Beurteilung – ggfs. auch rückwirkend – verändern und können die beschriebenen steuerlichen Folgen nachteilig beeinflusst werden. Die in diesem Werk enthaltenen Meinungsäußerungen geben unsere aktuelle Einschätzung wieder. Die in dieser Einschätzung zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die steuerlichen Ausführungen erheben nicht den Anspruch, sämtliche steuerliche Aspekte zu behandeln, die aufgrund der persönlichen Umstände des einzelnen Anlegers von Bedeutung sein können. Interessierten Anlegern wird daher empfohlen, sich von einem Angehörigen der steuerberatenden Berufe über die steuerlichen Folgen des Erwerbs, des Haltens und der Veräußerung von Wertpapieren beraten zu lassen. Für die Richtigkeit der hier genannten Informationen übernehmen wir keine Gewähr.