



FOKUSDEL

Tillväxtmarknader - från ineffektivitet till portföljkonstruktion

FOKUSDEL: TILLVÄXTMARKNADER – FRÅN INEFFEKTIVITET TILL PORTFÖLJKONSTRUKTION

Tillväxtmarknader rymmer fler möjligheter än många andra aktiemarknader, men också fler fallgropar. Samtidigt har själva marknadsindexets sammansättning förändrats kraftigt där ett fåtal bolag väger tyngre än någonsin. Det har höjt ribban för aktiv förvaltning och gjort valet mellan aktivt och passivt mer komplext. I den här fokusdelen analyserar vi vad detta innebär för fondval, risk och portföljkonstruktion samt hur vi har byggt vår egen tillväxtmarknadsexponering.

Tillväxtmarknader beskrivs ofta som en naturlig arena för aktiv förvaltning. Marknaderna är generellt mindre effektiva än utvecklade marknader med mindre bevakning från analytiker, ojämnare informationsflöden, större variation i bolagsstyrning och betydande skillnader mellan länder, sektorer och enskilda bolag. En halvledarexportör i Taiwan, en bank i Indien, ett internetbolag i Kina och ett råvarubolag i Latinamerika kan alla ingå i samma index, men de representerar helt olika risker och möjligheter.

I teorin borde detta ge aktiva förvaltare fler möjligheter att hitta felprissättningar genom att undvika svagare bolag och skapa mervärde genom fundamental analys, förståelse av den lokala marknaden och disciplinerad riskhantering.

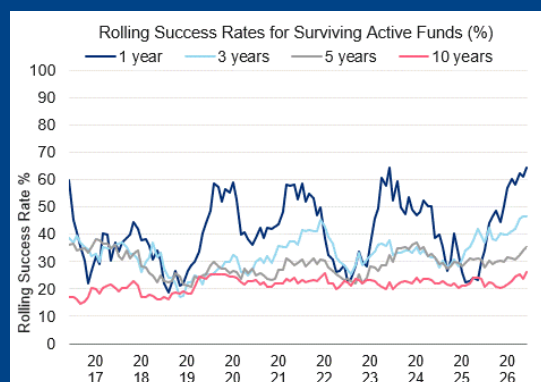
Detta är dock lättare sagt än gjort: att en marknad är ineffektiv betyder inte att den är lätt att slå. Det krävs rätt process, tillräcklig bredd, god riskkontroll och förmåga att hantera de särskilda fallgropar som finns i tillväxtmarknaderna. Det gäller inte minst när indexet blir alltmer koncentrerat och ett fåtal stora bolag står för en oproportionerligt stor del av avkastningen.

Skenet kan bedra

Morningstars europeiska Active/Passive Barometer mäter hur stor andel av de aktiva fonderna i en kategori som, under hela den granskade perioden, har gett högre avkastning än ett genomsnitt av passiva fonder. Måttet ger en mer rättvisande bild eftersom det inte jämför aktiva fonder mot ett teoretiskt och kostnadsfritt marknadsindex. I stället mäts

de mot den verkliga, avgiftsbelastade avkastningen från passiva alternativ, vilket gör jämförelsen mer relevant ur ett investeringsperspektiv.

På kort sikt ser bilden relativt positiv ut för aktiv förvaltning för kategorin globala tillväxtmarknader. Andelen aktiva fonder som lyckats slå de passiva fonderna låg på 64,6 procent över ett år per sista juni 2026. Det innebär att en klar majoritet av de aktiva fonderna slog gruppen med passiva fonder under de senaste tolv månaderna. Det är ett starkt resultat och bland de högsta av samtliga aktiefondskategorier i undersökningen.



Figur: Grafen visar rullande andel i procent av de aktiva fonderna som gett högre avkastning än ett genomsnitt av passiva fonder inom Morningstars kategori EAA Fund Global Emerging Markets Equity, mått över rullande ett-, tre-, fem- och tioårsperioder. Källa: Morningstar European Active/Passive Barometer, data per den 30 juni 2026.

Samtidigt blir bilden betydligt mer utmanande när tidshorisonten förlängs. Andelen som lyckats slå de passiva fonderna faller till 46,6 procent över tre år, 35,2 procent över fem år och endast 26,1 procent över tio år. Ungefär var fjärde aktiv fond har alltså lyckats slå passiva alternativ över en tioårsperiod.

En enskild mätpunkt säger dock förvånansvärt lite. Betraktar man i stället måttet rullande över tid framträder en helt annan bild. Ettårssiffran har under det senaste decenniet rört sig mellan omkring 20 och drygt 60 procent. Det handlar fortfarande om samma kategori, samma beräkningsmetod och i stor utsträckning samma fonder. Skillnaden ligger alltså inte i att aktiv förvaltning plötsligt blir bra eller dålig, utan i vilken marknadsmiljö och vilken mätperiod som observeras. Ettårsperiodernas botten och toppar ligger flera år isär och rör sig i tydliga vågor snarare än slumpmässigt, vilket är signaturen för regimskiften och inte för att förvaltare kollektivt

växlar mellan skicklighet och oskicklighet. Tioårslinjen i diagrammet har hållit sig mellan omkring 15 och 26 procent under hela perioden, mestadels kring 20 - 25 procent utan att någon gång närma sig ettårsperiodens toppar.

Vikten av att förstå underliggande drivkrafter

Det är viktigt att inte dra en förhastad slutsats. Data säger inte att aktiv förvaltning över tid saknat värde inom tillväxtmarknader. Den säger snarare att värdet är svårt att fånga, ojämnt fördelat och starkt beroende av både marknadsregim och fondval. Aktiva förvaltare kan se mycket starka ut när marknaden breddas, när spridningen mellan bolag ökar eller när deras investeringsstil gynnas. De kan också se svaga ut när marknaden blir ensidig, när ett enda tema dominerar eller när indexets största bolag driver nästan hela avkastningen.

Det innebär det inte att förvaltarna är skickliga i en period och plötsligt blir inkompetenta i nästa. Oftast handlar det snarare om att deras investeringsprocess ligger i eller ur fas med den rådande marknadsregimen. En förvaltare som systematiskt köper lågt värderade bolag kan till exempel få det svårt i en marknad där högre värderade tillväxtbolag fortsätter att dominera, även om processen i grunden är väl genomtänkt och konsekvent genomförd. På samma sätt kan en tillväxtinriktad förvaltare se mycket stark ut när marknaden belönar strukturell vinsttillväxt, men få det svårare när investerare i stället prioriterar värdering, kassaflöden eller cyklisk återhämtning.

Konsekvensen är att en enskild treårsperiod säger lite om en förvaltares kvalitet, men desto mer om vilken regim som rådde. Det är därför vi lägger mer vikt vid att förstå vad en förvaltare gör och när dennes strategi bör fungera än vid att rangordna förvaltare efter historiska avkastningar.

Tillväxtmarknadsindexet har blivit alltmer koncentrerat

Tillväxtmarknader var länge förknippat med råvaror, energi, banker och inhemsk konsumtion. Under tidigare cykler drevs aktiemarknaden i stor utsträckning av Kinas investeringsboom, global råvaruefterfrågan och kreditcykler i stora tillväxtländer. Den bilden har gradvis förändrats. Energi och material har minskat i betydelse, medan teknologi, internetplattformar och halvledare har blivit allt

viktigare drivkrafter utifrån både indexvikt och avkastning.

Fram till 2020 dominerades utvecklingen till stor del av de kinesiska internetplattformarna. Kinas vikt i tillväxtmarknadsindexet nådde som mest omkring 40 procent, vilket gjorde att indexet i hög grad blev en exponering mot Kina, digital konsumtion och internetplattformsbolag. Efter bakslaget i Kina under 2021–2022, drivet av en ökad reglering, en svagare fastighetsmarknad och fallande investerarförtroende, har tyngdpunkten i index sedan 2023 gradvis förskjutits mot nordasiatiska halvledare. Utvecklingen har förstärkts ytterligare under 2025–2026, i takt med den globala AI-investeringscykeln. Utbyggnaden av datacenter, stigande efterfrågan på avancerade AI-chip och behovet av högpresterande minneskretsar har blivit centrala drivkrafter för bolag i Taiwan och Sydkorea.

Just nu befinner sig tillväxtmarknaderna i en utpräglat smal marknad. Indexet har blivit alltmer koncentrerat till nordasiatiska halvledarbolag, framför allt taiwanesiska TSMC och sydkoreanska Samsung Electronics samt SK Hynix. Dessa tre halvledarbolag utgör i nuläget drygt 27 procent av indexet, och de tio största bolagen tillsammans drygt 36 procent, vilket är i nivå med de tio största i S&P 500.

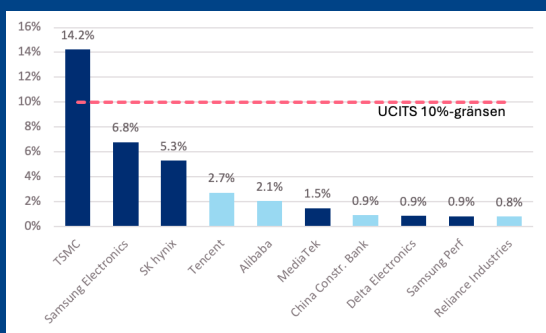
Sammanfattat finns alltså det klassiska caset för tillväxtmarknader, med sin tyngdpunkt mot banker, råvaror och lokal konsumtion, fortfarande kvar men sektorerna utgör en allt mindre del av helheten. Tillväxtmarknadsindexet är inte längre en enkel exponering mot högre BNP-tillväxt, råvaruefterfrågan, en växande medelklass och inhemska kreditcykler. Utan regionen är i allt högre grad en marknad där global teknikutveckling, nordasiatisk halvledarkapacitet och ett fåtal stora bolag får stor påverkan på hur indexet beter sig.

Regelverket en motvind för aktiva fonder

Aktiva UCITS-fonder möter dessutom både praktiska och regelmässiga begränsningar, då de inte kan hålla mer än 10 procent i ett enskilt bolag enligt den så kallade 5/10/40-regeln. När TSMC:s indexvikt ligger över denna nivå tvingas aktiva förvaltare starta med en strukturell undervikt mot indexets största bolag, innan de ens har uttryckt sin investeringssyn. Även förvaltare med en stark fundamental syn på TSMC kan därför inte fullt ut spegla bolagets indexvikt. En maximal position på tio procent av

fonden blir i praktiken ändå en undervikt mot marknadsindex.

Indexföljande UCITS-fonder får däremot använda ett särskilt undantag och hålla upp till 20 procent i ett enskilt bolag. Det ger passiva alternativ en mekanisk fördel mot aktiva fonder så länge de största indexbolagen fortsätter att driva marknaden, eftersom de passiva fonderna automatiskt äger dessa bolag till full indexvikt.



Figur: Grafen visar de tio största innehaven i Morningstar Emerging Markets TME index och deras vikt i procent per 31 augusti 2026. Mörkblå staplar visar innehav inom IT-sektorn, som utgör sex av de tio bolagen och tillsammans står de för 29,5 procent av indexet. Den streckade linjen visar tioprocentgränsen för hur mycket ett enskilt bolag får utgöra i en aktivt förvaltnad fond enligt det europeiska UCITS-regelverket. Ett innehav ligger över gränsen, och det gör det med 4,2 procentenheter. Det innebär att tillväxtmarknadsfonder som säljs i Europa på grund av regelverk tvingas undervikta bolaget i sina fonder. Källa: Morningstar, Söderberg & Partners

Samtidigt ska indexvikter inte tolkas som en karta över var de bästa framtida möjligheterna finns. De är i första hand ett resultat av tidigare kursutveckling och hur marknadsvärden har utvecklats. Ett koncentrerat index innebär inte automatiskt att alla indexets största vinnare är korrekt värderade, eller att deras framtida avkastning måste motsvara den historiska utvecklingen.

För att slå index i en sådan miljö måste aktiva förvaltare därför kompensera för sin strukturella undervikt på annat sätt: genom andra halvledarbolag, genom en riskjusterad överavkastning (alfa) i andra delar av marknaden eller genom att undvika länder, sektorer och bolag som utvecklas svagare. Om en fond däremot konsekvent har en undervikt i indexets största vinnare utan att skapa motsvarande mervärde på andra håll, blir indexkoncentrationen en tydlig nackdel.

Valet mellan aktivt och passivt är ett aktivt portföljbeslut

Att välja passivt innebär att acceptera indexets koncentration och följa med när de största vinnarna fortsätter att växa, men också att bli sårbar om det vänder. Ju större andel av avkastningen som kommer från ett fåtal bolag med samma drivkraft bakom vinsttillväxten, desto mer beroende blir utfallet av att just den drivkraften håller i sig.

Att välja aktivt innebär i stället att betala för möjligheten att avvika från index och hantera koncentrationsrisken, men också att acceptera perioder där dessa avvikelser kan kosta i termer av relativavkastning. Den relevanta frågan är därför inte bara om indexets största bolag har gått bra historiskt, utan om den aktiva fonden har en trovärdig process för att bedöma deras framtida avkastning, hantera risken och hitta bättre alternativ.

“Ett passivt beslut är också ett aktivt beslut”

Det är också därför vi inte betraktar valet mellan aktivt och passivt som binärt. I portföljkonstruktion är varje investeringsbeslut aktivt, även beslutet att investera passivt. En passiv fond innebär ett aktivt val att acceptera indexets landvikter, sektorexponering, bolagskoncentration och indexregler. En aktiv fond innebär ett aktivt val att betala för en förvaltare som försöker förbättra den exponeringen.

Slutsatsen är att aktiv förvaltning inom tillväxtmarknader måste förtjäna sin plats. Det räcker inte att säga att tillväxtmarknader är ineffektiva och det räcker inte heller att konstatera att indexets största bolag har gått bra. Vi måste förstå vilken konkurrensfördel förvaltaren har, om den kan skapa värde även i en koncentrerad marknad, vilka regimer investeringsprocessen fungerar i, hur fonden hanterar koncentrationsrisk och om avgiften är rimlig i förhållande till den alfa vi faktiskt bör förvänta oss. Rätt lösning är inte alltid aktiv eller alltid passiv. Den beror på vilken exponering vi vill ha, vilka risker vi vill acceptera och vilken roll investeringen ska spela i portföljen.

Hur vi har byggt vår exponering mot tillväxtmarknader

Vår exponering mot tillväxtmarknader är uppbyggd av tre aktiva strategier med olika roller i portföljen:

en kvantitativ värdestrategi, en kvantitativ mix-strategi och en fundamental tillväxtstrategi med en mer koncentrerad portfölj.

Utgångspunkten är inte att en viss investeringsstil alltid är bäst, utan att tillväxtmarknader är ett komplext tillgångsslag där både avkastning och risk kan komma från flera håll: landallokering, sektorexponering, bolagsval, värderingsskillnader, bolagsstyrning, valuta, likviditet och indexkoncentration. Därför kombinerar vi strategier som tar olika slags aktiv risk, i stället för att förlita oss på en enda förvaltare eller ett enkelt val mellan aktivt och passivt.

Investeringsstilar är dock ofta mindre tydliga än de låter. Etiketter som värde, mix och tillväxt ger en första indikation på fondens inriktning, men de säger inte tillräckligt om hur portföljen faktiskt är konstruerad, vilka risker som tas eller varför förvaltaren äger de bolag som ingår i fonden. Samma bolag kan dessutom förekomma i flera strategier, men av olika skäl. En tillväxtförvaltare kan äga ett bolag för dess långsiktiga vinsttillväxt och konkurrensfördel, medan en värdeförvaltare kan äga exakt samma bolag för att marknaden underskattar dess framtida kassaflöden.

Värdestrategier kan se mycket olika ut. En så kallad deep value-strategi letar ofta exceptionellt billiga bolag med låga värderingar i kombination med bland annat starka balansräkningar. En mer fundamental värdestrategi fokuserar i stället på att hitta bolag där marknaden underskattar långsiktig vinsttillväxt eller kassaflöden. Det finns också cykliska och katalysatordrivna värdestrategier, där caset bygger på konjunktur- och råvarucykler, förbättrad kapitalallokering, återköp, utdelningar, förbättrad bolagsstyrning eller omstruktureringar. Dessa strategier kan alla kallas värde, men de tar olika typer av risk och fungerar i olika marknadsmiljöer.

En mix-strategi ska inte heller ses som riskneutral. Den kan fungera som portföljens ankare genom att ge en bred tillväxtmarknadsexponering och minska risken att portföljen avviker alltför mycket från jämförelseindex. En mix-strategi kan vara en indexnära fond med låg aktiv risk, men den kan också vara en bred aktiv strategi som försöker förbättra indexexponeringen genom bättre aktieurval, riskkontroll och hantering av koncentrationsrisk. Mix-strategins roll i portföljen är därför att ge en bred tillväxtmarknadsexponering och delta i de stora

marknadsrörelserna med noggrann hantering av land- och sektorriskerna.

Tillväxtstrategier har också flera typer. Vissa fonder letar efter maximal tillväxt och fokuserar nästan uteslutande på bolagets framtida vinstpotential, ofta oavsett hur hög värderingen är idag. Andra är mer tematiska och exponerade mot exempelvis digitalisering, konsumtion, finansiell fördjupning och AI-flaskhalsar. Det finns också mer balanserade tillväxtstrategier, exempelvis tillväxt eller kvalitet till rimligt pris, där förvaltaren söker bolag med stark långsiktig tillväxt, hög lönsamhet och god kapitalavkastning, men samtidigt har en tydlig disciplin kring värdering. För fondurval räcker det inte att bedöma om fonden äger rätt tillväxttema. Vi behöver också förstå hur förvaltaren tänker kring värdering, bolagskvalitet, konkurrensfördelar, bolagsstyrning och risken att den strukturella tillväxten redan är fullt inprisad.

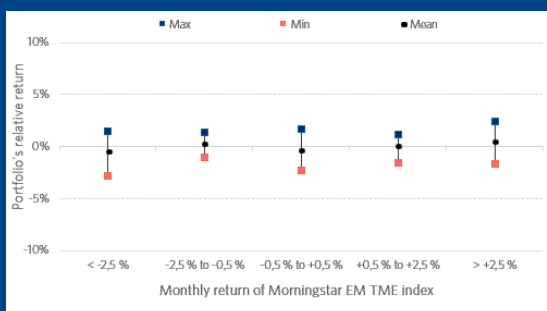
Kvantitativa strategier kan fylla flera av dessa roller. Deras styrka ligger ofta i bredd, disciplin och repe- terbarhet. Genom att luta sig mot en modell och analysera ett stort antal bolag utifrån värdering, kvalitet, momentum, sentiment och risk kan en kvantförvaltare fånga många små felprissättningar i stället för att vara beroende av ett fåtal investeringscase. Det är särskilt relevant inom tillväxtmarknader, där analytikertäckningen är mer ojämn, informationsspridningen är svagare och bolagskvaliteten varierar kraftigt. Samtidigt kräver kvantförvaltning hög datakvalitet, god implementering och tydlig kontroll av likviditet, transaktionskostnader och oönskade land- och sektorexponeringar.

”Tillväxtmarknadsportföljens fonder har olika roller att fylla”

Mot den bakgrunden har vi valt tre kompletterande aktiva byggstenar. Syftet är inte att skapa en enkel stil-allokering mellan värde, mix och tillväxt, utan att kombinera olika investeringsprocesser, olika riskkällor och olika sätt att skapa överavkastning.

Den kvantitativa värdestrategin bidrar med värderingsdisciplin och bred exponering mot felprissättningar i marknaden. Den kvantitativa mix-strategin är portföljens ankare och ger en bred exponering med mer noggrann riskkontroll än en ren indexfond. Den diskretionära tillväxtstrategin tillför

djupgående fundamental analys och en mer koncentrerad portfölj av handplockade bolag med stark långsiktig vinstpotential, hög bolagskvalitet och exponering mot strukturella tillväxtteman.



Figur: Grafen visar vår tillväxtmarknadsportföljs relativavkastning, med full förvaltningsavgift, mot Morningstar EM TME index, i olika marknadsregimer sedan april 2019. Regimerna definieras utifrån indexets månatliga avkastningar, från svaga marknader till starka uppåtgående månader. Källa: Morningstar, Söderberg & Partners. Portföljens historiska avkastning är ingen garanti för framtida avkastning.

Tillsammans ger dessa tre strategier en mer balanserad exponering mot tillväxtmarknaderna än vad en enskild fond skulle kunna ge. Kombinationen ger inte bara olika källor till möjlig överavkastning, utan också en tydlig diversifiering av aktiv risk. Det syns i portföljens samlade aktiva risk, som är omkring 30 procent lägre än genomsnittet för de enskilda fonderna. Det är en reell diversifieringseffekt och visar att strategierna faktiskt skiljer sig åt i hur de tar aktiv risk.

“ Den aktiva risken sänks genom att kombinera flera olika fonder istället för att äga en enskild fond ”

Relativavkastningen i olika marknadsregimer visar att portföljen inte är byggd för att maximera avkastningen i en enskild marknadsmiljö, utan för att ge en mer balanserad relativavkastning över marknads-cykeln. I svaga marknader, när index faller mer än 2,5 procent under en månad, har portföljen historiskt haft en relativt begränsad avvikelse mot index. Samtidigt har portföljen hängt med bra i mer positiva marknader, med positiv genomsnittlig relativavkastning i både måttligt starka och tydligt starka uppgångsperioder.

Portföljen är därmed mindre beroende av en enskild investeringsstil, ett fåtal länder eller sektorer och en specifik marknadsregim. Det innebär också att varje fond har en tydlig roll och förtjänar sin plats i helheten.

Vi behöver förstå hur varje strategi hanterar indexkoncentration, vilken typ av aktiv risk en fond tar, hur stort överlapp den har med de andra fonderna och i vilka marknadsregimer den kan förväntas gå starkt respektive svagt. Målet är inte att undvika all negativ relativavkastning. Målet är att bygga en robust tillväxtmarknadsportfölj där både avkastningskällor och risker är medvetet valda, diversifierade och kopplade till långsiktigt trovärdiga källor till överavkastning.



Meng Chen
FONDANALYTIKER

Disclaimer

Om Söderberg & Partners

Söderberg & Partners grundades 2004 och är en av Sveriges ledande finansiella rådgivare och förmedlare av försäkringar och finansiella produkter. Vi bedriver verksamheter inom bland annat tjänstepensionsrådgivning, försäkringsrådgivning och försäkringsförmedling samt kapitalrådgivning och kapitalförvaltning. Vi utvecklar och erbjuder även digitala verktyg för bland annat finansiell rådgivning och för löne- och förmånshantering.

Viktig information

Denna analys är framtagen av Söderberg & Partners Wealth Management AB (nedan Söderberg & Partners). Söderberg & Partners står under Finansinspektionens tillsyn. Som grund till analysen har källor använts som i god tro bedömts vara tillförlitliga. Söderberg & Partners kan inte garantera riktigheten i denna information eller ta på sig något ansvar för fullständighet.

Syftet med analysen är att ge Söderberg & Partners kunder allmän information och analysen utgör således inte en rekommendation eller ett personligt investeringsråd och bör inte ensam ligga till grund för ett investeringsbeslut. Investerare bör söka finansiell rådgivning angående lämpligheten i att investera i de värdepapper eller investeringsstrategier som diskuteras eller rekommenderas i denna analys och bör förstå att uttalanden om framtidsutsikter inte nödvändigtvis kommer att realiseras. Historisk avkastning är inte en garanti för framtida resultat. Placeringar i värdepapper innebär alltid en ekonomisk risk. För aktier noterade på börs utanför Sverige kan avkastningen för investeringen även påverkas av valutakursutveckling.

Söderberg & Partners ansvarar inte för direkta eller indirekta skador eller förluster, inklusive men inte begränsat till, förlorad och utebliven vinst, som kan uppkomma till följd av användandet av denna rapport eller dess innehåll. Materialet får inte distribueras, citeras eller kopieras för användning utan Söderberg & Partners föregående godkännande.

