

FOKUS

Techutvecklingen driver tillväxtmarknaderna



Techutvecklingen driver tillväxtmarknaderna

Inom techutvecklingen är tillväxtmarknader mer än framtidslöften - de är redan centrala aktörer. I denna analys går vi igenom deras ekonomiska förutsättningar, strukturella utmaningar och strategiska möjligheter, med särskilt fokus på Kinas chipstrategi och AI:s påverkan på Indiens kundtjänstsektor. Teknikutvecklingen accelererar och flera länder visar vilja att utmana västerländska jättar. Samtidigt finns geopolitiska risker som gör att vi behåller en neutral syn, men med ett vakande öga på framtida möjligheter.

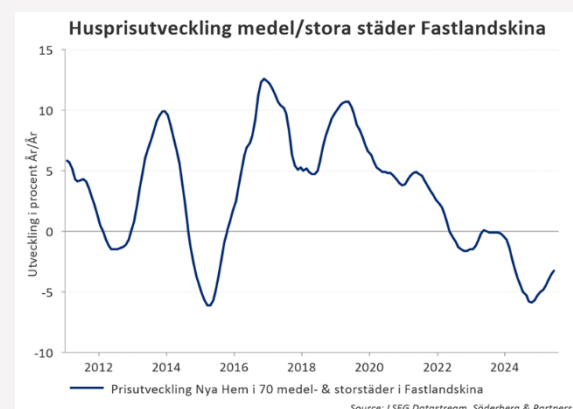
Tillväxtmarknader kännetecknas av att de har finanssystem under utveckling, en viss politisk eller institutionell risk samt låg BNP per capita. Sammantaget innebär det att de generellt uppvisar högre volatilitet än utvecklade marknader. Investerare lockas av dessa länder på grund av deras tillväxtpotential, därav namnet. Enligt Morningstars klassificering är de fem största tillväxtmarknaderna utifrån totalt marknadsvärde i fallande ordning: Kina, Taiwan, Indien, Sydkorea och Brasilien. Inledningsvis ges en övergripande bild av dem.

Kina

Kina är inte bara den största tillväxtmarknaden, utan även världens näst största ekonomi, med en BNP-tillväxt på 4,98 % under 2024. Landets valuta, yuan, är inte helt flytande utan justeras gradvis mot dollarn. Det ger möjlighet att hålla valutavärdet undervärderad - en strategi som länge gjort landets varor till starka kort på exportmarknaden. Därutöver öppnar den kinesiska marknaden dörren för exponering mot andra strategiska möjligheter:

- Landet är världsledande inom brytning av sällsynta jordartsmetaller, vilka är väsentliga för chipproduktion.
- Staten har ökat det statliga stödet för teknikutveckling de senaste åren.

Samtidigt står landet inför betydande utmaningar, inte minst på bostadsmarknaden. Fastighetsrelaterad efterfrågan har enligt Bloomberg minskat från att utgöra 24 procent av BNP år 2018 till 20 procent i årsskiftet 23/24. Fastigheter är en av de vanligaste investeringsformerna för kinesiska hushåll, och lokala myndigheter är beroende av intäkter från markförsäljning för att finansiera infrastrukturprojekt. När bostadspriserna började falla innebar det därför inte bara ett ekonomiskt bakslag för småsparare, utan ett finansiellt ansträngt läge för lokala myndigheter. Det ledde till minskad efterfrågan på industrimaterial som stål och cement, vilket i sin tur bidrog till en bredare inbromsning i konjunkturen.



Figur: Husprisutveckling i 70 medelstora och stora städer i Fastlandskina År/År.

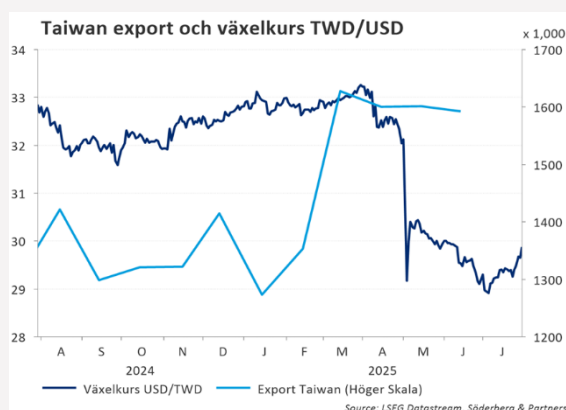
Taiwan

Taiwan är en ö utanför Kina som formellt erkänns som självständig stat av tolv länder. Trots detta har många FN-medlemsstater omfattande relationer med Taiwan, särskilt inom handel. Mycket av

denna handel görs med Taiwan Semiconductor Manufacturing Company (TSMC), som utgör hela 54 % av MSCI Taiwan-indexet. Bolaget är nämligen världens största producent och exportör av halvledare.

Marknadens homogenitet har gjort att handelskonflikten mellan USA och Kina har fått tydliga effekter på både den taiwanesiska exporten och valutan.

Om ASML står för verktygen och NVIDIA för ritningen, är TSMC verkstaden där chipen tar form. Men eftersom mycket av TSMC:s produktion bygger på amerikansk teknologi omfattas bolaget av amerikanska exportregler, även om tillverkningen sker utanför USA. Ett konkret exempel på detta var exportökningen i mars på 12,6 procent till Kina och 39,9 procent till USA (årstakt), då marknaden förväntade sig att amerikanska importtullar skulle träda i kraft i början av april.



Figur: Grafen visar växelkursen för amerikansk mot taiwanesisk dollar samt Taiwans export av varor och tjänster.

Samtidigt präglas Taiwan av politisk instabilitet, där hotet om en öppen konflikt med Kina är ständigt närvarande. Som följd har flera globala företag försökt minska sitt beroende av TSMC för halvledarproduktion. Detta har i sin tur lett till att bolaget påbörjat etablering av fabriker i USA, Japan och Tyskland för att minska sårbarheten.

Syd Korea

Syd Korea är det land inom Morningstars EM index som ligger närmast att omklassificeras till en utvecklad marknad. Detta beror på en stabilt hög BNP per capita, en BNP-tillväxt på 2 procent under 2024 vilket är i linje med de utvecklade marknaderna, samt en stark industri- och teknologibas med bolag som exempelvis Samsung.

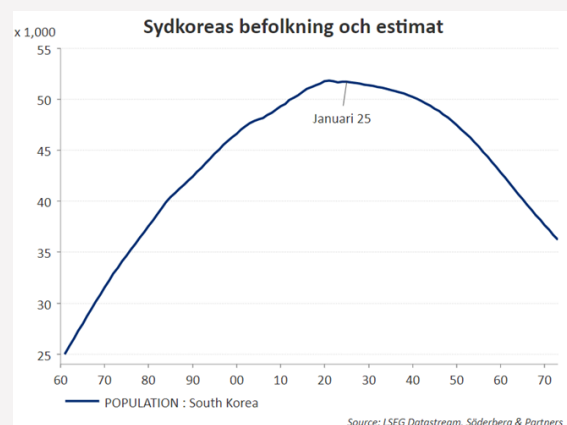
Financial Times indexet FTSE100 betraktar redan Sydkorea som en utvecklad marknad.

Landet har stora möjligheter inom teknikutveckling och investerar tungt i både AI och grön omställning. Samtidigt möter Sydkorea utmaningar, särskilt i dagens geopolitiska läge där spänningarna mellan USA och Kina, landets två största handelspartners, riskerar att sätta landet i en svår sits.

Å ena sidan är Sydkorea säkerhetsallierat med USA genom en försvarspakt som går tillbaka till Koreakriget. USA är också en viktig teknologipartner, till exempel genom CHIPS Act, som syftar till att minska beroendet av Kina och Taiwan inom halvledarproduktion. Genom denna lagstiftning kan sydkoreanska bolag få tillgång till amerikanska subventioner, under förutsättning att de inte expanderar avancerad produktion i Kina under en femårsperiod.

Å andra sidan är Kina Sydkoreas största enskilda exportdestination. Bolag som LG och SK Hynix har fabriker i Kina och är därmed beroende av både kinesisk efterfrågan och arbetskraft. Eventuella bakslag för Kinas teknikutveckling påverkar därför även sydkoreanska aktörer. Om Sydkorea närmar sig ett av länderna för mycket kan de hamna i kläm mellan två jättar, något som riskerar att bromsa bolagens utveckling.

En annan långsiktig utmaning är landets demografi. Sydkoreas fertilitetstal på 0,7 barn per kvinna år 2024 var det lägsta i hela världen. Dessutom har de en av världens snabbast åldrande befolkningar. Detta innebär minskad arbetskraft, ökade välfärdskostnader samt risk för ett bostadsöverskott.



Figur: Grafen visar Sydkoreas population och framtida estimat.

Indien

I kontrast till Sydkorea har Indien en av världens yngsta befolkningar, över 65 procent är under 30 år. Detta innebär en betydande möjlighet till ökad arbetskraft och ekonomisk tillväxt. BNP-tillväxten uppgick till 6,72 % under 2024. En växande medelklass och snabb urbanisering bidrar till att många ser Indien som nästa stora konsumentmarknad.

Dessutom rider landet på vågen av Kina + 1 strategin, där företag försöker minska sitt beroende av produktion i Kina genom att diversifiera till andra länder. Därutöver satsar landet stort på initiativet Digital India, vilket är särskilt relevant givet dagens snabba AI-utveckling (mer om detta senare i analysen).

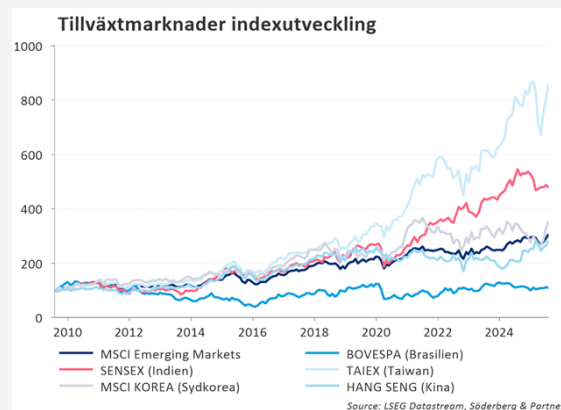
Samtidigt finns flera utmaningar. Arbetslösheten är hög och infrastrukturen har brister, särskilt inom transportnät och elförsörjning. Tillgången till rent dricksvatten är fortfarande ett problem i många delar av landet. Den digitala infrastrukturen är också ojämnt utvecklad, framför allt på landsbygden, även om initiativ som Digital India syftar till att minska dessa skillnader.

Brasilien

Brasilien är Sydamerikas största ekonomi och uppvisade en BNP-tillväxt på 2,96 procent under 2024. Landet har en ung befolkning och är en betydande exportör av naturresurser. Bland annat har de länge varit en global leverantör av kött och sojabönor - en roll som fick extra skjuts under Donald Trumps första mandatperiod i Vita Huset och har fortsatt därefter. Brasilien står även inför flera strukturella utmaningar, däribland omfattande ojämlikhet och korruption.

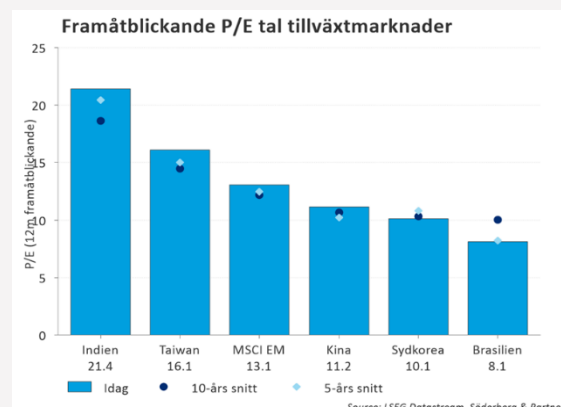
Multiplar inom tillväxtmarknader

Innan vi går in på respektive fokusområde är det värdefullt att titta på den generella värderingen och tillväxtförväntningarna inom dessa marknader. Bland de som nämnts ovan har Taiwan haft den starkaste indexutvecklingen under de senaste 15 åren.



Figur: Indexutveckling för MSCI Emerging Markets samt de stora marknaderna inom indexet. Siffror i SEK, rebalanserat till 100.

Samtidigt visar de framåtblickande P/E-talen att Indien värderas högt i förhållande till sitt 5-års och 10-årsnitt, medan Sydkorea och Brasilien ligger under sina. För de sistnämnda betalar investerare i dagsläget mindre per förväntad vinstkrona än i Indien. Tillväxtmarknader brukar värderas lägre än utvecklade marknader, inte för att de saknar potential, utan för att förväntningarna på vinsttillväxt redan är höga.

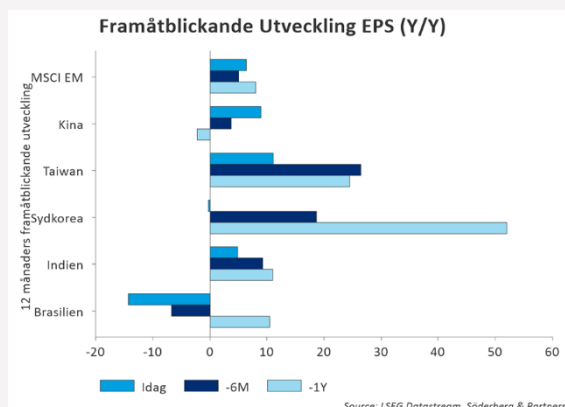


Figur: Grafen visar hur 12 månaders framåtblickande P/E-tal ser ut idag samt över 5-årsnitt och 10-årsnitt.

Tillväxtförväntningar kan även mätas genom förväntad vinst per aktie (EPS). Grafen nedan visar utvecklingen i förväntad EPS över en kortare tidsperiod än P/E-grafen, vilket ger en inblick i hur investerarnas förväntningar på respektive EM-marknad har förändrats på senare tid. EPS är nämnaren i P/E måttet, vilket innebär att P/E talet sjunker när EPS stiger, givet att aktiekursen är konstant.

Exempelvis var tillväxtförväntningarna för de kommande 12 månaderna i Sydkorea betydligt högre för ett år sedan än de är idag. Detta mönster återfinns generellt bland EM-länderna, tillväxtförväntningarna för de kommande 12

månaderna är lägre idag än för ett år sedan för samtliga marknader utom Kina.



Figur: Framåtblickande EPS-utveckling för de stora tillväxtmarknaderna sett till idag, snitt över fem år och 10 år.

Nedan följer fördjupningar inom två områden som bedöms som särskilt relevanta givet dagens politiska klimat och marknadsstruktur med snabb techutveckling. Ämnena som behandlas är den kinesiska chiputvecklingen och hur AI kan gynna Indiens kundtjänstsektor.

Den kinesiska chiputvecklingen

Under 2020 utvecklade Kina en alltmer restriktiv hållning mot techbranschen i landet. Bland annat stoppades det som skulle att ha blivit världens största IPO, nämligen den av Ant Group, ett kinesiskt fintech-bolag med nära anknytning till Alibaba. Detta efter att en medgrundare offentligt uttryckt att Kinas regulatoriska system hämmar innovation och tillväxt. Därefter inleddes en period av ett flertal åtstramningar inom techutvecklingen, framför allt vad gäller monopolistiska marknadsstrukturer och dataskydd, där utvecklingsledande bolag mottog höga böter.

Sedan dess har vinden vänt och tonen från myndigheterna är nu betydligt mer techvänlig. I slutet av 2024 etablerades en kinesisk AI-kommitté med syfte att balansera den snabbt växande sektorn mot diverse säkerhetsaspekter. En standardisering inom AI-utvecklingen kan påskynda godkännandeprocessen särskilt för LLM:s (Large Language Models), som sedan augusti 2023 kräver statlig prövning innan offentlig lansering. Denna process har varit tidskrävande.

I juni 2024 introducerades dessutom policyn "Star Market 8 Provisions", som syftar till att stärka M&A-aktiviteten, vilket rimligen kommer att konsolidera resurser till större aktörer inom halvledarsektorn. I ett tal i april 2025 betonade även Xi Jinping vikten av självförsörjning inom AI.

USA:s exportrestriktioner av halvledarkomponenter till Kina har under 2025 ytterligare sporrat landets AI-satsningar. Bara dagar efter att reglerna (som lättades något i juli) offentliggjordes, lanserades en AI-fond på cirka 8,2 miljarder dollar. Fonden är en joint venture där bland annat Kinas investeringsfond för integrerade kretsar, fas 3 ("China's Big Fund III"), ingår. Denna tredje fas representerar en totalinvestering på omkring 47,5 miljarder dollar vilket är den största hittills. Fonden, som etablerades 2014 och utökades 2019, har som mål att stödja Kinas halvledarindustri.

Med det sagt har tullarna än så länge haft en mindre påverkan på den kinesiska chiputvecklingen än vad som inledningsvis befarades. Till exempel har Tencent meddelat att de har tillräckligt med chip för att fortsätta utveckla och optimera sina befintliga modeller. Att Nvidia i juli åter tilläts att exportera sina H20 chip till Kina har därför inte påverkat Tencent väsentligt. Dessutom har TSMC sagt att de ser viss påverkan från tullarna, men att efterfrågan på AI fortsätter att överstiga utbudet.

Slutligen utgör yuanens beroende av den kinesiska centralbanken en möjlighet för företagen. Om USA inför importtullar blir kinesiska varor dyrare för amerikanska bolag. Men om Kina svarar med att försvaga yuanen mot dollarn kan nettoeffekten på priset för amerikanska importörer bli ett nollsummespel. Således har den kinesiska staten förmågan att parera tulleffekter genom att påverka växelkursen, vilket de gjorde när Trump införde importtullar under 2018–2019.

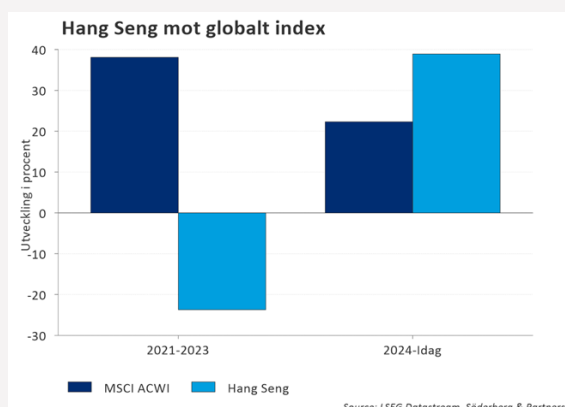


Figur: Grafen visar växelkursen för den kinesiska yuanen mot USD.

Marknads- & bolagspåverkan

Börssentimentet har speglat de två skilda perioderna av olika inställning mot tech. Det

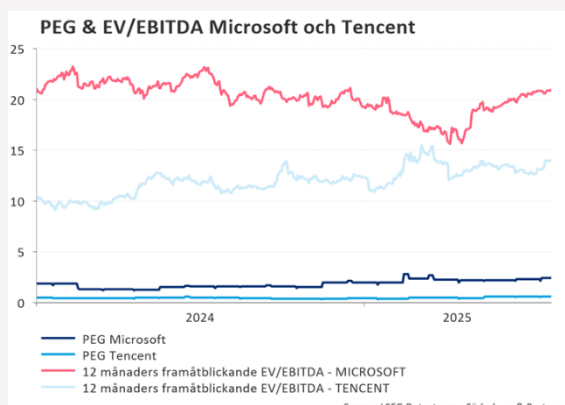
tekniktunga Hang Seng-indexet, mätt i dollar, visar hur marknaden påverkas av det politiska klimatet, men även att marknaden verkar ha prisat in den kinesiska statens alltmer positiva hållning.



Figur: Indexutveckling för Hang Seng mot det globala världsindeket MSCI ACWI i SEK.

Mot denna bakgrund är det intressant att jämföra ett kinesiskt bolag med en amerikansk motsvarighet, särskilt när dessa speglar strukturella skillnader mellan marknaderna.

Nedanstående figurer visar bland annat PEG-talet (P/E delat med EPS-tillväxt). Ett riktvärde för PEG-talet är 1, där ett lägre värde indikerar att tillväxten är billigare i förhållande till värderingen.



Figur: Grafen visar PEG-tal samt EV/EBITDA för bolagen Microsoft och Tencent.

Grafen visar att Tencent handlas billigare än Microsoft sett till förväntad vinsttillväxt, en trend som varit tydlig sedan början av 2024 då Hang Seng också uppvisade en stark utveckling. Även EV/EBITDA-multipeln har varit lägre för Tencent än för Microsoft, vilket tyder på att Microsoft värderas högre i relation till sin operativa lönsamhet. I regel gör osäkerhet kring sanktioner, regleringar och kapitalkontroll investeringar mindre attraktiva, vilket pressar bolagets aktiekurs och bolagsvärde (EV) nedåt. En trolig förklaring till

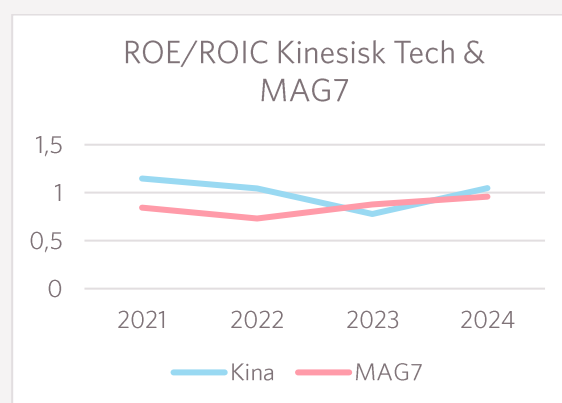
differensen är alltså att marknaden prisar in den politiska risken i Kina.

Det är också relevant att titta närmare på skuldsättningen i kinesiska techbolag. Skuldfinansiering är ofta billigare än eget kapital och kan användas som hävstång för att öka avkastningen för aktieägare. Samtidigt innebär hög skuldsättning ökad risk, vilket kan leda till högre kapitalkostnad. För att mildra detta har Kina infört Sci-Tech Bonds – obligationer med statligt stöd, låg ränta och riskavlastning från lokala myndigheter. Dessa lanserades i maj 2025.

En multipel som ger inblick i hur skulden bidragit till lönsamhet hos de kinesiska bolagen de senaste åren är ROE/ROIC. Denna kvot visar på om aktieägares avkastning förstärks av skuldfinansiering eller inte, där ett högt värde tyder på att det är belåning som driver upp lönsamheten.

De amerikanska techbolagen, särskilt inom MAG7, har länge varit kända för stora kassareserver (vilket höjer ROIC-talet och därför sänker kvoten). I och med de senaste årens enorma satsningar har de i större utsträckning varit öppna för att använda allt tänkbart tillgängligt kapital, även via belåning, för att genomföra sina investeringar. I deras fall kan ökningen av kvoten därför helt enkelt ses som en effektivisering av kapitalstrukturen, då man tidigare haft en ökänt låg nettoskuld.

För kinesiska storbolag som Baidu, Tencent och Alibaba tyder kvoten på att skuldsättning har förstärkt avkastningen i en uppåtgående trend mellan 2023 och 2024.



Figur: ROE/ROIC multipel för MAG7 och 7 ledande kinesiska techbolag.

Det är viktigt att notera att hög hävstång gör ROE mer känslig för förändringar i intäkter och kostnader, oavsett räntenivå. I dagens läge kan billig skuldfinansiering utgöra ett incitament för satsningar inom AI och chipproduktion. Men om

staten återigen skiftar hållning och bolagen ställs inför stagnerande lönsamhet i ett läge där de nyligen ökat sin skuldsättning markant, kan det hota både balansräkningen och investerarnas förtroende, särskilt om refinansieringskostnaderna stiger eller projekten inte levererar.

Sammantaget kan dagens situation ses som en attraktiv investeringsmöjlighet för optimisten: kinesiska bolag handlas med rabatt jämfört med amerikanska motsvarigheter, har tillgång till billig finansiering och gynnas av statligt stöd inom en snabbt växande sektor. För pessimisten illustrerar det i stället hur avgörande statens roll på den kinesiska marknaden är och att värderingsskillnaden mellan kinesiska och amerikanska bolag kan vara fullt motiverad. För denne reduceras investeringscaset till en fråga om hur man bedömer kinesiska statens framtida hållning till techsektorn.

AI som kundtjänstverktyg

Vidare till den indiska marknaden har initiativet Digital India, som inleddes 2015 och fortfarande pågår, bland annat syftat till att bredda bredbandsnätverket till landsbygden. I skrivande stund har över 200 000 byar kopplats upp med fiberkabel och 4G samt 5G mobiluppkoppling utvidgas. Det har även gett grund för den molnbaserade tjänsten MeghRaj, som bidrar med säker lagring och bearbetning av data.

Digital India möjliggör således för digitala verksamheter att skingras från de större städerna till att bedrivas på landsbygden, eftersom den digitala infrastruktur som krävs för en sådan verksamhet nu finns på dessa platser i större utsträckning.

En sådan sektor är kundtjänst, där västerländska företag i årtionden outsourcat till Indien eftersom många pratar engelska, lönerna är lägre och tidsskillnaden möjliggör service en större del av dygnet. Även om antalet som talar engelska är högt estimeras att dessa endast utgör 10–20% av hela befolkningen, där majoriteten dessutom är höginkomsttagare. Lägst engelskkunskaper är det på landsbygden.

Här kliver AI-utvecklingen in och öppnar dörren för fler arbetstagare, eftersom verktygen kan fungera som digitala tolkar i kundtjänst. Genom att översätta en internationell kunds ärende till det lokala språk som den anställda talar och sedan översätta dennes svar tillbaka till kundens språk raderas språkbarriären. Denna teknik utvecklas

dessutom alltmer för röstbaserad support i call-centers.

Ytterligare en aspekt av detta kopplat till Digital India är de två riktade stöd som initiativet medför till företag som arbetar med just AI-baserad outsourcing, där kundtjänst är en huvudgrupp. Dessa stödpaket heter India BPO Promotion Scheme och Northeast BPO Promotion Scheme och subventionerar kostnader för företag att öppna kundtjänstkontor och call-centers i mindre städer. De kräver dessutom ofta att företagen anställer ett visst antal personer för att delges bidrag.

På sikt kan AI ta över delar av kundtjänsten, men snarare som en omvandling än en utfasning av anställda, där nya roller kan växa fram för systemunderhåll och prompting. Till detta bidrar organisationen som förkortas (PMGDISHA), som även den är en del av Digital India och syftar till att göra åtminstone en person i varje hushåll digitalt kunnig. I dagsläget har organisationen tränat över 40 miljoner människor på den indiska landbyggen i digitala färdigheter.

Således ses en möjlighet med AI-utvecklingen och Digital India vad gäller integration av landsbygden i tekniksektorn. Denna utveckling kan medföra högre kapacitet vad gäller både servicenivå och anställningsbarhet sett till landet som helhet, vilket på sikt kan gynna både företagens möjligheter och statens skatteintäkter.

Vi behåller en neutral syn

Vi tycker det finns mycket som talar för tillväxtmarknader:

- Multiplar är betydligt lägre i tillväxtmarknader än i andra regioner. Enligt MSCI så ligger tolv månaders framåtblickande P/E i USA på 23 och i tillväxtmarknader på 14.
- Vi har en positiv syn på IT och Kommunikationstjänster, sektorer som är intressanta inom tillväxtmarknader. Inte minst har Kina visat framfötterna och flera bolag visar, på ett helt annat sätt än tidigare, att de vill ta upp konkurrensen med sina amerikanska motsvarigheter.
- Vi lämnar en period bakom oss med höga amerikanska räntor och stark dollar. Även om resan mot lägre amerikanska räntor kommer gå långsamt är det dit vi är på väg. Historiskt sett har det gynnat tillväxtmarknader eftersom de ofta upptar

lån i dollar. De senaste åren har dock kopplingen mellan tillväxtmarknaderna och dollarn försvagats något då dollarlån minskat.

Trots ovanstående behåller vi en neutral syn på tillväxtmarknader. Även om många teknikföretag i inom regionen försöker komma i kapp de amerikanska bolagen är USA alltså den ledande aktören. Bortsett från teknikjättarna har ett land som Kina dessutom inhemska problem med exempelvis sin fastighetsmarknad. Dessutom associeras vissa länder med en anmärkningsvärt hög geopolitisk risk. Med det sagt så följer vi tillväxtmarknader för att se om det kan finnas läge att öka upp denna andel något framgent.



Gustav Brandén
Analytiker