El gran reinicio: un marco para invertir después de COVID-19

28 MAYO 2020

TEMA: [COVID-19](https://www.goldmansachs.com/insights/topics/covid-19.html)

¿Cómo deben pensar los inversores sobre invertir después de COVID-19? ¿Están las empresas bien posicionadas para crear valor real y desarrollar sistemas de suministro y distribución más resistentes? ¿Aceptarán los mercados una disrupción inminente en todas las industrias y oportunidades recién creadas? En este informe, Goldman Sachs Research explora estos temas y proporciona un marco para el entorno de inversión posterior a COVID-19 a través de tres fases (preservación, consolidación e innovación) que capturan la dinámica estructural del entorno competitivo.

El documento también revisa cuatro temas clave (resiliencia, aprendizaje pegajoso, segmentación del mercado basada en el riesgo y reinicios regulatorios) que probablemente impulsarán el cambio en esas fases en el entorno posterior a COVID-19. En ausencia de una mayor seguridad médica y legal, navegar por el panorama empresarial y de inversión después de COVID-19 requerirá una comprensión más profunda de las complejas y cambiantes corrientes de cambios y la estructura dentro de la cual están ocurriendo.



Algunos eventos, como los shocks petroleros, tienen implicaciones claras y bien definidas. Otros eventos cambian las reglas y obligan a repensar todo. COVID-19 es un evento que cambia las reglas. La disrupción ha llegado a significar que la nueva tecnología construya nuevas empresas y destruya las antiguas, pero eventos como COVID-19 también pueden impulsar nuevos modelos de negocio y destruir los antiguos. Navegar por el panorama empresarial y de inversión después de COVID-19 requerirá comprender las complejas y cambiantes corrientes de cambios que COVID-19 ha desencadenado. La tentación de tratar de simplificar ese complejo pantano en algo más fácil de explicar es casi irresistible. ¿Por qué no tomar algunas de las tendencias de inversión actuales y convertirlas en temas de inversión a largo plazo? El problema es que los temas y tendencias de inversión a largo plazo, particularmente las tendencias a corto plazo, no son las mismas cosas. En muchos casos, la tendencia de hoy será el rebasamiento de mañana. Más bien, necesitamos una comprensión más profunda de las fuerzas que impulsan esos cambios y la estructura dentro de la cual están ocurriendo.

COVID-19 es el tipo de evento que reinicia toda la economía. Para los inversores y las empresas, este es un evento existencial donde el capital necesita encontrar nuevos hogares y donde las estrategias de ayer funcionarán solo por accidente de la manera en que el reloj detenido a veces indica el momento adecuado. Aquí es donde los mercados sobresalen: mirando a las empresas cuyos modelos ya no funcionan y moviendo ese capital a nuevas compañías cuyos modelos de negocio son más prometedores. Y luego, a medida que las reglas continúan cambiando, hacerlo de nuevo. La política pública, con razón, se centra en minimizar el daño, que está a poca distancia de una política de reducción del cambio. Los mercados, por el contrario, necesitan abrazar el cambio. Apoyar los modelos de negocio que funcionan, y matar de hambre a los que no lo hacen, es la forma en que las economías se adaptan a las nuevas circunstancias. Tal cambio es inherentemente caótico, ya que a medida que cada cosa cambia, permite e incentiva a una docena de otras. La cura económica para la disrupción del COVID-19 no resucitará la economía de ayer. Será una combinación de consolidar y expandir el éxito de algunos de los ganadores de hoy y reorganizar las empresas en quiebra y financiar a los nuevos participantes que reemplazarán a aquellos que no pueden hacer los cambios necesarios.

¿Cómo podemos hacer tales evaluaciones? El marco que creemos que puede ayudar es dividir el entorno de inversión posterior a COVID-19 en tres fases que capturan la dinámica estructural del entorno competitivo y cuatro temas clave que están impulsando cambios en esas fases. La idea es separar los impulsores consistentes del cambio del entorno estructural que determina la mejor manera de cambiar en un momento dado. Para tomar un ejemplo simple que veremos con más profundidad más adelante, las empresas claramente necesitarán desarrollar sistemas de suministro y distribución más resistentes. Hoy en día, eso significa cambiar las relaciones de suministro a las empresas que estaban en la mejor posición para este problema en este momento. Esto creará serias presiones para la consolidación impulsadas por la titularidad, ya que las empresas cambiarán sus sistemas de suministro y distribución a las empresas que han podido cumplir en estos tiempos difíciles. Pero en muchos casos, ese éxito será una cuestión de "circunstancia" y a medida que se comprendan mejor los problemas, se encontrarán nuevas soluciones y los titulares y sus clientes estarán en grave riesgo si no vuelven a cambiar. La resiliencia será un tema competitivo continuo. Es probable que la superioridad de los titulares resilientes de hoy en día resulte temporal y estará profundamente en riesgo a medida que avancemos, a menos que esas empresas estén realmente diseñadas para la resiliencia. El punto es que hoy estas empresas resultaron ser las más resistentes en un momento en que la resiliencia aumentó en valor; como la necesidad de resiliencia aporta enfoque, capital e innovación a ese tema, pondrá en peligro a los mismos titulares a los que ayudó.

Tres fases para navegar después de COVID-19

Las fases de inversión para la economía post-COVID-19 se dividirán en tres períodos superpuestos: preservación, consolidación e innovación.

La preservación es el período en el que la incertidumbre es tan alta que lo mejor que puedes hacer es preservar lo que tienes que ver si proporciona una base útil para el mañana. En esta fase, tanto los inversores como los gobiernos tienden a centrarse en la financiación y la reparación del balance. El punto es bastante simple: durante esta fase, el rango de resultados es tan amplio que simplemente sobrevivir hasta mañana con tantas reservas financieras como sea posible maximiza los rendimientos futuros. Esta es también una de esas estrategias que es completamente apropiada hasta que no lo es y luego, a medida que la situación se aclara, se vuelve muy incorrecta en el futuro. Ya sea porque ha llegado el momento de aprovechar la oportunidad lo más rápido posible o simplemente debido a un obstinado desperdicio de capital que sería mejor invertir en un lugar más productivo.

La segunda fase es la consolidación. Aquí, las empresas cuyos modelos de negocio se ajustan al momento y son capaces de demostrar que, de hecho, pueden desempeñarse bien en un mundo post-COVID-19 comienzan a alejarse del resto. Durante esta fase, los clientes están bastante dispuestos a cambiar a los ganadores locales, incluso si eso significa una base de suministro demasiado estrecha. En pocas palabras, la lógica se reduce a "necesitamos usar soluciones que sabemos que funcionan", mientras que las sutiles necesidades estratégicas de negocios a largo plazo permanecen en un segundo plano. Como resultado, durante la consolidación, tendemos a ver un impulso significativo y una amplitud estrecha tanto en los flujos de capital como en la inversión física, ya que un conservadurismo transmitido por la crisis hace que el éxito genere éxito. Si bien veremos muchos cambios durante los períodos de consolidación, gran parte de ese éxito será la reorganización de la participación entre las tecnologías y empresas existentes en lugar de las cosas nuevas reales.

La tercera fase será la innovación. Al comienzo de la fase de innovación no todos los aspectos del mundo post COVID-19 estarán claros, pero lo serán. Las empresas y los clientes ahora tendrán una comprensión más clara de sus nuevas necesidades y la naturaleza de lo que esperan en un nuevo proveedor o producto. Más importante aún, los problemas empresariales habrán cambiado de una manera profundamente sustantiva y, por lo tanto, la necesidad y el valor potencial de nuevas soluciones serán altos. Además, con el cambio ya en marcha, los costos normales del cambio son más bajos, lo que facilita la interrupción. Esto crea el potencial de una disrupción masiva y rendimientos de inversión superiores, lo que debería atraer un capital significativo. Esto debería asustar a los ganadores de la consolidación temprana, incluso cuando se apresuran a consolidar su ventaja temprana. Para el inversor, aquí es cuando el impulso se rompe y la amplitud se expande a medida que un nuevo grupo de soluciones y empresas se presentan.

Desde el punto de vista de la inversión, la clave para navegar por estas fases será distinguir entre las ventajas competitivas que son sostenibles y las que son una cuestión de circunstancias. Durante la fase de consolidación veremos que las ventajas competitivas se refuerzan a sí mismas. En algún nivel, simplemente será suficiente para estar por delante. En la fase de innovación, esas ventajas serán atacadas y será fundamental comprender cuán sostenibles son realmente esas ventajas competitivas.

La sostenibilidad de esas ventajas dependerá de las respuestas a dos preguntas. Primero, "¿Están esas empresas creando valor real en el nuevo mundo post-COVID-19?" Y segundo, "¿Pueden esas empresas monetizar de manera sostenible el valor que están creando?" Abordamos la primera pregunta en detalle a continuación, ya que realmente define la naturaleza de los grandes temas de inversión posteriores a COVID-19. La segunda pregunta es una pregunta más amplia que se aplica mucho más allá de COVID-19 y para eso, remitimos al lector a una publicación anterior sobre este tema, A Survivor's Guide to Disruption, que analizó los impulsores estructurales de las ventajas competitivas sostenibles con cierto detalle. El punto clave de esa publicación es cómo la especialización en lugar de la integración vertical es capaz de crear modelos de negocio más flexibles y sostenibles. COVID-19 solo reforzará esta conclusión, ya que la experiencia de COVID-19 ha demostrado cuán vulnerables eran las empresas integradas verticalmente a cualquier interrupción interna en funciones no básicas, mientras que las empresas más especializadas que utilizaron proveedores externos para funciones no básicas encontraron más fácil moverse entre proveedores y tecnologías y pudieron adaptarse mejor a las circunstancias cambiantes.

Cuatro temas que darán forma a las empresas y la inversión después de COVID-19

Los temas clave que creemos que impulsarán el cambio en el entorno posterior a COVID-19 son: 1) resiliencia, 2) aprendizaje pegajoso, 3) segmentación del mercado basada en el riesgo y 4) restablecimiento regulatorio.

**Resiliencia**

La resiliencia refleja que el antiguo sistema estaba demasiado optimizado en costos y no lo suficientemente optimizado para la confiabilidad bajo estrés. Las líneas de suministro podían ser largas, complejas y plagadas de puntos únicos de falla, siempre y cuando fueran baratas. Después de COVID-19, las empresas y los consumidores darán mayor valor a la confiabilidad. Esto significará sistemas más simples capaces de equilibrar la carga lejos del estrés. Estos podrían ser sistemas tan nuevos como la computación basada en la nube o tan antiguos como la cadena de suministro petroquímica global donde la necesidad de minimizar los costos de transporte mantiene el sistema tanto local como global, con proveedores que constantemente reequilibran el sistema global para satisfacer la demanda local lo más localmente posible.

Ha habido mucha discusión sobre si COVID-19 empujará a las cadenas de suministro a ser locales. La respuesta es tanto un rotundo "NO" como un obvio "sí". En las plataformas distribuidas, una mayor parte del suministro entregado en cualquier lugar es más local, pero el sistema solo funciona porque es global. "Solo local" sería demasiado frágil con respecto a los eventos locales y muy costoso. La resiliencia requiere redundancia y la capacidad de reequilibrar la carga lejos de los sistemas estresados o defectuosos. Tal reequilibrio es fácil para las empresas que ejecutan grandes plataformas distribuidas geográficamente multiusuario y las empresas que utilizan esas plataformas en lugar de ejecutar las suyas propias. En general, los proveedores locales no pueden permitirse el tipo de redundancias de sistemas, ya sea geográfica o localmente, que se necesitan para proporcionar un servicio resiliente de manera eficiente.

La pregunta más profunda es sobre la consolidación. Las plataformas tienden a funcionar mejor cuando son muy grandes. Esto tiende a crear concentración, pero dependiendo de una sola plataforma o un solo proveedor (o país de suministro) crea un riesgo altamente concentrado. La solución general a tal situación es tener "pocas" plataformas para que haya competencia y eficiencia. La realidad práctica a menudo impide esta respuesta y los arreglos más complejos de la estructura y los comportamientos corporativos pueden permitir que las empresas se sientan cómodas con el riesgo de su cadena de suministro (consulte A Survivor's Guide to Disruption, Chapter 3: Perfecting Platforms).

El aspecto más complicado de este tema para los inversores es una diferencia bastante marcada entre la dinámica competitiva durante las fases de consolidación e innovación. Durante la fase de consolidación, el éxito será impulsado en gran medida por el historial: si pudo desempeñarse durante COVID-19, es claramente resistente. La naturaleza muy especial de esas paradas y el probable reequilibrio entre el impulso de la eficiencia y la necesidad de fiabilidad significa que, en algunos casos, habrá aperturas para nuevos participantes. Un proveedor que acaba de estar en un área menos afectada por COVID-19 no es realmente resistente y un proveedor afectado desarrollará nuevas estrategias tanto para ser resiliente como para demostrar resiliencia en el futuro.

Por lo tanto, es probable que veamos un período de intensa consolidación de los ganadores recientes, seguido de una interrupción masiva a medida que los nuevos participantes y algunos de los "perdedores" sobrevivientes se estructuran especialmente para una resiliencia rentable. La clave será la medida en que los ganadores "afortunados" usen su posición para evolucionar hacia lo que el mundo post-COVID-19 realmente necesita o simplemente intenten usar su ventaja temporal para obtener ganancias a corto plazo.

En términos generales, como se señaló anteriormente, esperaríamos ver que las redes globales de sistemas de suministro, como las que vemos en la computación en la nube y los productos petroquímicos, lleguen a dominar en más industrias. Estos sistemas globales, pero locales en todas partes, tienen la ventaja de poder lidiar con las interrupciones globales al volverse locales y lidiar con las interrupciones locales mediante el equilibrio de carga en otras regiones de maneras que las cadenas de suministro globales extendidas y los proveedores locales no pueden. Vale la pena señalar que tanto el aspecto global como el local están sujetos a variaciones significativas en el diseño y podrían diferir según la parte de la cadena de suministro. Una de las muchas razones por las que la integración vertical probablemente continuará disminuyendo después de COVID-19 es que el diseño óptimo de equilibrio de carga geográfico para camiones y entrega local no es el mismo que para el almacenamiento y almacenamiento de productos perecederos que para los no perecederos que para los servicios. Global podría terminar siendo fácilmente regional y local está claramente sujeto a muchas definiciones. La clave es la combinación de líneas de suministro relativamente cortas y la capacidad de reequilibrarse lejos de las interrupciones locales cuando esas líneas de suministro corto se rompen o se sobrecargan.

**Aprendizaje pegajoso**

El aprendizaje pegajoso es la realidad de que las empresas y los individuos han aprendido a hacer cosas ahora que no sabían cómo hacer anteriormente y este nuevo estado será la nueva base desde la cual tomar nuevas decisiones. Ya no tiene que enseñar a los clientes cómo usar la telemedicina, solo tiene que funcionar mejor que la oficina. Esta es una prueba diferente. No significa que todos los cambios que estamos observando sean permanentes, pero sí significa que muchas transiciones que podrían haber tardado décadas en tener lugar antes, ahora solo pueden tomar años. También significa que la noción de adoptante temprano se ha vuelto mucho menos relevante para muchas tecnologías. Gran parte de la tecnología siguió el camino de la adopción en lugar del valor incremental. Las empresas buscaban la base de clientes más fácil de capturar, incluso si el valor creado y la capacidad de la empresa para monetizar ese valor era limitada. La idea era que tener una base de usuarios crearía oportunidades a futuro independientemente de las ganancias inmediatas. Ahora, con muchas bases de usuarios que han hecho la transición, tiene sentido buscar la base de usuarios donde la capacidad de las empresas para crear y capturar valor es más alta. Esto en realidad hace que el adoptante temprano sea un objetivo pobre, ya que tienden a continuar siguiendo lo nuevo y hace que los adoptantes lentos más pegajosos sean el objetivo claramente superior, particularmente los adoptantes lentos de altos ingresos. Este cambio de adoptante rápido a lento podría cambiar fundamentalmente esa forma de tecnología digital de consumo avanzada. Para tomar un ejemplo simple, en fintech sugeriría que las plataformas de depósito (inversores más antiguos) en lugar de las plataformas de préstamos (desahorradores más jóvenes) pueden ser la vanguardia.

La fase de consolidación y la dinámica de la fase de innovación para el aprendizaje pegajoso contiene un poco de ironía. La clave es, obviamente, los usuarios a los que no les gusta el cambio y que han sido movidos por las circunstancias hacia un nuevo aprendizaje. COVID-19 habrá forzado ese aprendizaje, pero también habrá creado un nuevo estándar de usuario predeterminado. Las interfaces de los ganadores se convertirán en los nuevos estándares para que los nuevos participantes los usen como base y atraigan a esa base de usuarios hostiles al cambio. Este es un patrón que hemos visto antes con hojas de cálculo y muchas otras aplicaciones. Lo que una vez fue una innovación y una barrera de entrada, se convierte en un estándar y un puente que permite a los nuevos participantes competir más fácilmente. Cuanto más exitosos sean los ganadores durante la fase de consolidación, más profundo y arraigado se vuelve ese estándar, más atractivo y más fácil se vuelve atacar a esos ganadores durante la fase de innovación.

Para el mercado corporativo, la dinámica es similar, pero va más allá. Las empresas se han visto obligadas a experimentar masivamente con los procesos de trabajo, incluido el trabajo desde casa, el tele-todo, la rápida adopción de la nube, las nuevas cadenas de suministro, los nuevos canales de distribución y las nuevas alianzas globales. Esto no solo cambiará sus patrones de compra, sino que probablemente cambiará su propia estructura. En A Survivor's Guide to Disruption, discutimos la naturaleza de la especialización y el uso de la plataforma y los administradores para aumentar la eficiencia y reducir el uso de capital. El principal retroceso dentro de las corporaciones contra estas tendencias fue la creencia de su gerencia de que necesitaban controlar esas funciones para mantener la calidad y permitir la innovación. COVID-19 ha enseñado a esas corporaciones que, en muchos casos, el control que pensaban que tenían era una ilusión y que sus proveedores estaban en una mejor posición para innovar que ellos mismos. Cualquier empresa que estuviera utilizando un proveedor distribuido globalmente para hacer nómina, computación, distribución, logística, etc., tenía más facilidad para adaptarse a COVID-19 que una que estaba tratando de ejecutar esas funciones por sí misma. Este aprendizaje pegajoso probablemente impulsará una simplificación bastante rápida y masiva de la estructura corporativa a medida que las empresas buscan capital y eficiencia operativa en el mundo posterior a COVID-19. Las empresas se han visto obligadas a comprender lo que realmente es el núcleo de su negocio, que ha resultado ser una lista mucho más corta de lo que pensaban antes de COVID-19. Una vez más, cuanto más exitosos sean esos proveedores, más atractivo y mejor definido estará el objetivo competitivo para los nuevos participantes en la fase de innovación, a menos que haya una fuente más profunda de ventaja competitiva.

**Segmentación basada en riesgos**

La segmentación basada en el riesgo es el hecho de que diferentes grupos ahora basarán gran parte de su gasto en nuevas preferencias de riesgo. Ya se ha escrito mucho sobre cómo las personas después de COVID-19 no estarán dispuestas a volar, comer en restaurantes abarrotados, ir a eventos deportivos o incluso vivir en ciudades. El amplio comportamiento de los consumidores en las primeras aperturas ya ha demostrado que este tipo de especulación resultará demasiado simple un resumen de lo que será un cambio social complejo basado en el aprendizaje real, el riesgo real y mucha emoción. Es casi seguro que veremos muchos cambios en los tipos de riesgo que las personas están dispuestas a asumir, pero también es poco probable que esos cambios sigan patrones simples.

Después de la gripe española de 1918-1919, vimos surgir simultáneamente tanto la Prohibición como la Era del Jazz. En el nivel más simple, es probable que veamos comportamientos altamente reacios al riesgo en grupos vulnerables, particularmente individuos médicamente vulnerables y las empresas legalmente vulnerables. Por otro lado, gran parte de la población no está en alto riesgo y aquellos grupos menos vulnerables se concentran en grupos demográficos ya predispuestos a conductas de riesgo (los jóvenes). Es probable que estos grupos participen en patrones de consumo muy diferentes a los de los grupos vulnerables.

Las empresas se enfrentan a un conjunto de opciones aún más complejas, ya que necesitan sopesar los riesgos tanto de sus empleados como de sus clientes y las formas en que los gobiernos y los tribunales pueden evaluar su culpabilidad en el futuro. Es probable que veamos que tanto el consumo como el comportamiento corporativo se restablecen para reflejar esas realidades. Es posible que las empresas basadas en jóvenes no cambien y los adultos jóvenes incluso pueden abrazar una atracción de riesgo de "solo vives una vez". En contraste, las empresas de consumo con bases de clientes significativamente más antiguas pueden ganar una participación significativa al ofrecer adaptaciones basadas en el riesgo. Aún más significativo desde el punto de vista de la inversión, las empresas con altas exposiciones legales pueden necesitar gestionar activamente esas exposiciones. Incluso podemos ver que las funciones comerciales riesgosas de responsabilidad se trasladan a entidades más pequeñas y de capitalización más ligera, creando una variedad de oportunidades para nuevas empresas, al igual que la crisis financiera trasladó los préstamos de alto riesgo de los bancos a las compañías financieras de consumo.

Para la segmentación basada en el riesgo, las fases de consolidación e innovación podrían terminar pareciéndose más a la rueda de un hámster que a un proceso de dos fases. Esto se debe a que a menos que veamos una solución rápida y casi completa a los problemas médicos de COVID-19, es probable que la naturaleza específica del problema de riesgo que se está resolviendo siga cambiando (esto también probablemente se complicará por el restablecimiento regulatorio que se describe a continuación, ya que podemos ver un conjunto siempre cambiante de reglas relacionadas con el riesgo). Las empresas más grandes estarán en condiciones de crear y experimentar con soluciones de riesgo relativamente complejas y costosas, y las empresas más pequeñas estarán en condiciones de simplificar y copiar las soluciones más exitosas a bajo costo. Esto podría conducir fácilmente a un ciclo continuo de consolidación y fragmentación basado en esos parámetros de riesgo. Para las empresas centradas en poblaciones con aversión al riesgo, este será un proceso bastante obvio. Para las empresas que atienden a la población menos adversa al riesgo, lo será menos, pero probablemente se centrará en segmentar el mercado para volver a comprometerse con más de la población reacia al riesgo a medida que el riesgo disminuye o se gestiona más fácilmente.

Si los problemas de riesgo se vuelven más estables, pero siguen estando bien definidos y son significativos, existe la posibilidad de un proceso claro de dos fases. En la fase de consolidación, las dos poblaciones se dividirán a lo largo de la preferencia de riesgo entre los proveedores que están naturalmente más alineados con esas preferencias de riesgo y crearán dos conjuntos de grupos empresariales consolidados. Por ejemplo, un cambio a una población suburbana más vieja y una población urbana más joven que remodela todas las empresas de apoyo geográficamente. Después de la consolidación, las dos poblaciones proporcionarán objetivos más distintos y mejor definidos y entonces deberíamos ver a un grupo de empresas tratar de dirigirse a esos grupos tanto en la preferencia de riesgo como en otras características secundarias. Esto debería conducir a una competencia estrechamente dirigida, pero intensa, en estas áreas.

También vale la pena señalar que todo este tema podría evaporarse o redefinirse por completo debido a un solo descubrimiento médico. Por lo tanto, el capital aplicado a ella siempre será de alto riesgo. De hecho, si bien el aspecto de riesgo y distanciamiento social de COVID-19 ha recibido mucha atención como tema de inversión, esa conclusión es bastante frágil. La resiliencia y el aprendizaje pegajoso durarán más que un cambio en la tecnología médica y su implicación para la inversión de capital es bastante claro. La naturaleza del choque de segmentación de preferencias de riesgo y sus implicaciones son fácilmente cambiadas por la tecnología médica o por el cambio tecnológico en otros aspectos del sistema. Como discutiremos más adelante, incluso las preguntas más simples de segmentación de riesgos, como "¿aumentará o disminuirá la densidad urbana?", resultan no estar claras en absoluto, ya que las fuerzas y tecnologías competidoras pueden empujar el mercado de cualquier manera.

**Restablecimiento normativo**

El restablecimiento regulatorio es la idea de que veremos un gran cambio en la estructura legal y regulatoria que creará muchas nuevas oportunidades de negocio y matará a otros también. La atención médica es un ejemplo obvio de esta complejidad. Es probable que los hospitales vean reglas que se asemejen a los servicios públicos con el requisito de exceso de capacidad y rendimientos regulados. El desarrollo de medicamentos, por otro lado, puede ver una relajación de las restricciones regulatorias y tal vez incluso la aparición de escudos de litigio para ayudar a estimular nuevos desarrollos de tecnologías. En ambos casos, esto sugeriría cambios bastante radicales en la estructura de estas organizaciones para evitar diversos problemas de subsidios cruzados y responsabilidad. La red de salud puede necesitar un nuevo formato para sobrevivir. La banca, el transporte, las telecomunicaciones y los servicios minoristas, como mínimo, probablemente verán estructuras completamente nuevas de regulaciones que crearán nuevos modelos de negocio y destruirán los antiguos. Tales expansiones de la regulación casi siempre favorecen inicialmente a las grandes empresas y ayudan a impulsar la consolidación, ya que la regulación casi siempre tiene un costo fijo significativo. Una vez que se establecen las reglas, tendemos a ver que tanto las respuestas más baratas como el deseo de las grandes empresas de salir de las actividades más riesgosas impulsan una ola de innovaciones y nuevos participantes. La red generalmente no es para desplazar a los consolidadores, sino para reducir su enfoque de mercado para las actividades más reguladas.

Aquí la diferencia entre las fases de consolidación e innovación es aún más clara. En los primeros días, la regulación y el cambio legal serán sobre la crisis de COVID-19 en sí: qué funcionó, qué no funcionó y a quién se culpó. Es casi seguro que esto actuará para reforzar aún más el proceso de consolidación, ya que empuja al sistema a reforzar lo que había funcionado y castigar los fracasos. En la segunda fase, el cambio de regulación será en gran medida sobre la consolidación en sí: la concentración de poder, la falta de competencia, los desequilibrios económicos que acompañarán a ese aumento de la concentración. Esto probablemente iniciará una ola regulatoria de apoyo a la nueva entrada y retención de los consolidadores.

**Espacios vacíos**

Como nota al margen, es útil disipar un tema que no es un tema: los espacios vacíos. Una de las características del paro post-COVID-19 serán los problemas continuos de espacios vacíos creados por negocios fallidos y las brechas creadas por los cambios en los canales de oferta y demanda. Si bien esto sin duda se convertirá en una parte importante de la narrativa en torno a la economía posterior a COVID-19, particularmente en torno a la discusión de la consolidación, en realidad no es un tema separado. Un gran número de pequeñas y medianas empresas fracasarán, algunas porque no estaban preparadas para el momento y otras porque ya no son buenas empresas. Desde una perspectiva económica y de empleo, estos fracasos crearán una parte significativa de las dificultades continuas dentro de la economía. Sin embargo, no es probable que esos fracasos creen en sí mismos una oportunidad de inversión. El verdadero problema con tales negocios perdidos desde el punto de vista de la política y la inversión, es que tienden a ser miles de historias especiales, cada una de las cuales puede representar una nueva oportunidad en el futuro o una oportunidad que se fue con COVID-19. La inversión y la cuestión de la política son cómo empoderar a los titulares y participantes para explorar estos espacios vacíos a lo largo de los temas que hemos estado discutiendo, no solo para llenarlos. El hecho de que una empresa fracase en este tipo de entorno realmente no le dice mucho sobre las oportunidades que se avecinan en ese espacio vacío.

**Los resultados no son temas**

Es importante distinguir entre los temas que están impulsando los cambios y los resultados. Un ejemplo simple es la densidad. Sería fácil sugerir que el COVID-19 generará una densidad reducida en bienes raíces. Sin embargo, como se señaló anteriormente, la realidad será el resultado de un complejo equilibrio entre las fuerzas que hemos estado discutiendo y la eventual realidad médica.

El distanciamiento social aumentaría la demanda de bienes raíces, particularmente para las empresas que enfrentan una responsabilidad significativa o cuyos clientes lo requieren. Por otro lado, el aprendizaje pegajoso sobre el trabajo desde casa y varias otras tecnologías facilitará el cambio tanto de los empleados como del servicio al cliente de las oficinas y tiendas a los servicios remotos. En términos de vivienda, las áreas de menor densidad, como los suburbios o las áreas rurales, tienen un riesgo algo menor de exposición al COVID-19, pero, en general, no tienen la misma calidad o inmediatez de la atención médica compleja. Incluso para las poblaciones reacias al riesgo con opciones, este será un cálculo sutil. Para las poblaciones de menor riesgo, esto será en gran medida una cuestión de oportunidad y costo, no un cambio puro en el gusto por una menor densidad. A corto plazo, hasta que haya una mayor seguridad médica y jurídica, el tema más relevante es probablemente la resiliencia en el sentido de que es probable que la capacidad de cambiar las operaciones para reflejar nuevos conocimientos sobre el riesgo o la responsabilidad sea la mejor opción comercial para las empresas que tienen esa opción.

Mientras reflexionamos sobre el futuro de la densidad urbana, vale la pena señalar que si bien la ciudad de Nueva York, la ciudad más densa de los Estados Unidos, tuvo problemas importantes con COVID-19, no hemos visto eventos similares en las ciudades súper densas de primer nivel de China, ni en Hong Kong o Seúl. La cuestión de la densidad, como muchas otras, no solo dependerá críticamente de lo que aprendamos tanto sobre el virus como sobre su tratamiento médico, sino también de los costos y la naturaleza de las diversas adaptaciones. Las mascarillas, por ejemplo, son mucho más baratas que los nuevos inmuebles, pero hoy en día no conocemos la efectividad absoluta o relativa de varios tipos de mascarillas o estrategias de distanciamiento. Además, las soluciones médicas basadas en vacunas tendrán diferentes consecuencias para la densidad urbana dependiendo de su efectividad médica y tasas de adopción. Además, si las mejores respuestas médicas terminan siendo tratamientos en lugar de vacunas, pero a menudo terminan involucrando regímenes complejos de UCI que requieren acceso a centros de atención terciaria, podemos encontrar poblaciones reacias al riesgo que prefieren áreas urbanas de alta densidad en lugar de aislamiento rural.

A menos que las tecnologías médicas hagan que la segmentación de riesgos no sea un tema, las empresas se enfrentarán a opciones inmobiliarias especialmente complejas, ya que deberán mantener el contacto con opciones de riesgo muy diversas de empleados y clientes. Muchas de estas grandes corporaciones han establecido campus urbanos de alto costo, específicamente para poder atraer talento joven. Es poco probable que estas poblaciones más jóvenes de alto talento sean poblaciones en riesgo. En las economías reiniciadas, ciertamente hemos visto a estas poblaciones ser las primeras en regresar con fuerza a las ciudades y participar en actividades de alta densidad (restaurantes abarrotados, deportes, etc.). Por otro lado, la población de personas mayores de estas empresas puede tener muchas más personas en riesgo que necesitarán protección. Uno puede imaginar, por ejemplo, una situación en la que las estructuras híbridas con oficinas densas y una telepresencia significativa terminan siendo una característica a largo plazo del mercado. Las universidades, por ejemplo, podrían terminar con estudiantes en clases de alta densidad, impartidas por una facultad senior de tele-presencia. Incluso con una vacuna, tales arreglos podrían ser necesarios hasta que la vacuna haya demostrado ser segura para las poblaciones en riesgo y el número de individuos vacunados se convierta en un porcentaje lo suficientemente alto como para proporcionar un alto grado de seguridad.

Por lo tanto, argumentaríamos que muchos de los "temas" de densidad y seguridad que se están discutiendo probablemente terminen siendo una compensación compleja y dinámica entre la resiliencia y el aprendizaje pegajoso optimizado en todos los grupos de riesgo en lugar de la implicación directa de esos "temas basados en resultados". Pero quizás el resultado más fácil de predecir es que la flexibilidad, la resiliencia y la especialización ganarán al final. Los problemas complejos generalmente requieren soluciones complejas. Los problemas dinámicos casi siempre requieren soluciones dinámicas. Esta combinación significa que las empresas tendrán que evolucionar rápidamente hacia la nueva mejor respuesta. Las empresas que pueden proporcionar esas soluciones a otras empresas (las empresas de alojamiento y servicios que describimos en A Survivor's Guide to Disruption) y las empresas que son expertas en el uso de esas soluciones ganarán al final, mientras que las que se detengan o intenten mantener el control como respuesta a la incertidumbre perderán.

Por último, cabe señalar que los gobiernos codificarán inevitablemente algunas de las cuestiones de seguridad. En la medida en que la codificación coincida con la realidad, su impacto será relativamente pequeño, pero en la medida en que el gobierno busque cambiar esa realidad, inevitablemente generará costos y oportunidades significativos. Los dos resultados empresariales más probables son 1) que el gobierno requerirá un exceso de capacidad en algunas áreas y que generará una segmentación estructural basada en la regulación, donde las actividades altamente reguladas se separan de otras; y 2) que el gobierno puede hacer que algunas actividades sean legalmente riesgosas desde el punto de vista de la responsabilidad y que creará incentivos para separar estas actividades de los fondos de capital más profundos para aislar ese riesgo legal. Ambos acelerarán los cambios estructurales discutidos en A Survivor's Guide to Disruption (ver capítulo 5 para un ejemplo de negocios de salud) como ya hemos visto en el desarrollo de medicamentos y el financiamiento al consumidor. Desde el punto de vista de la inversión, tales acciones gubernamentales son importantes, pero generalmente muy difíciles de predecir. Incluso cuando la intención de la legislación es bastante clara, los detalles de la implementación a menudo pueden hacer que el impacto real difiera significativamente de la intención original. Por lo tanto, si bien revisaríamos activamente las acciones regulatorias cuidadosamente y trataríamos tales acciones como riesgos significativos, advertiríamos contra la inversión proactiva basada en la intención futura, ya que la política tiene una forma de decepcionar. También nos gustaría señalar que es probable que los reguladores y los políticos vean a las empresas "ganadoras" como problemas en sí mismas y la respuesta regulatoria a eso puede ser parte de lo que inicia la fase de innovación.

Apéndice de divulgación

Divulgaciones

Este informe ha sido preparado por el grupo Global Portfolio Analysis dentro de la División de Investigación de Inversiones Globales de The Goldman Sachs Group, Inc. ("Goldman Sachs"). Antes de su publicación, este informe puede haber sido discutido o revisado por personas ajenas a la División Global de Investigación de Inversiones. Si bien este informe puede discutir las implicaciones de los desarrollos legislativos, regulatorios y de política económica para los sectores industriales y la economía en general, puede incluir asesoramiento corporativo estratégico y puede tener amplias implicaciones sociales, no recomienda ningún valor individual o una inversión en ninguna empresa individual y no se debe confiar en él para tomar decisiones de inversión con respecto a compañías o valores individuales.