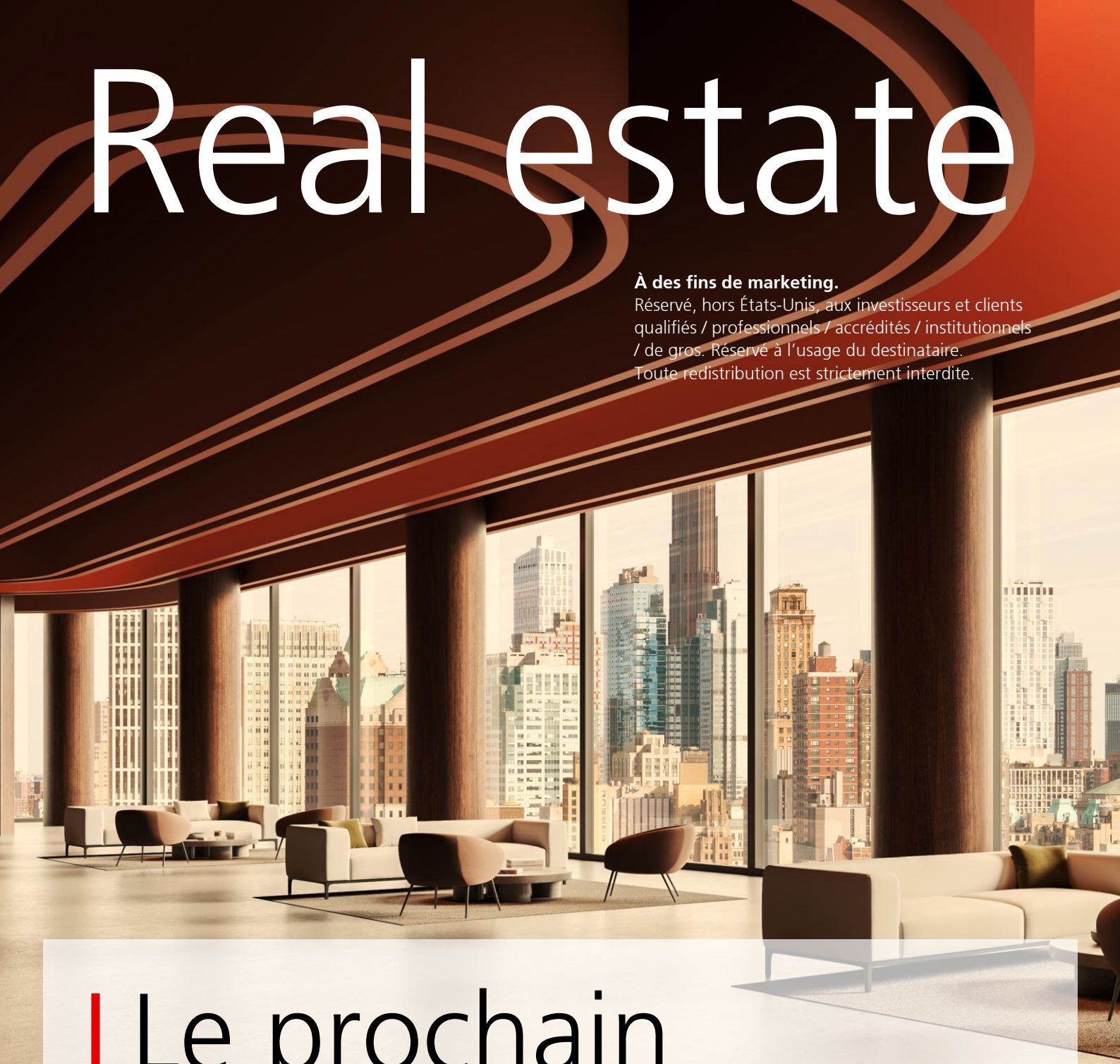
Real estate

À des fins de marketing.
Réservé, hors États-Unis, aux investisseurs et clients qualifiés / professionnels / accrédités / institutionnels / de gros. Réservé à l'usage du destinataire. Toute redistribution est strictement interdite.



Le prochain chapitre

Une nouvelle ère pour l'immobilier mondial

UBS

Focus sur les revenus et la reprise des valeurs

Des valorisations réévaluées et le renforcement des fondamentaux locatifs offrent des opportunités dans la classe d'actif de l'immobilier mondial

La hausse des taux d'intérêt a entraîné une réévaluation substantielle des valorisations immobilières non-cotées dans le monde, tandis que des coûts de construction et de financement plus élevés ont pesé sur le nombre de nouveaux projets. En conséquence, les prix d'entrée ont été réinitialisés, tandis que les perspectives de croissance locative se renforcent. À notre avis, les investisseurs suisses devraient envisager de profiter de cette fenêtre d'opportunité pour compléter leur allocation immobilière domestique par des investissements immobiliers mondiaux.

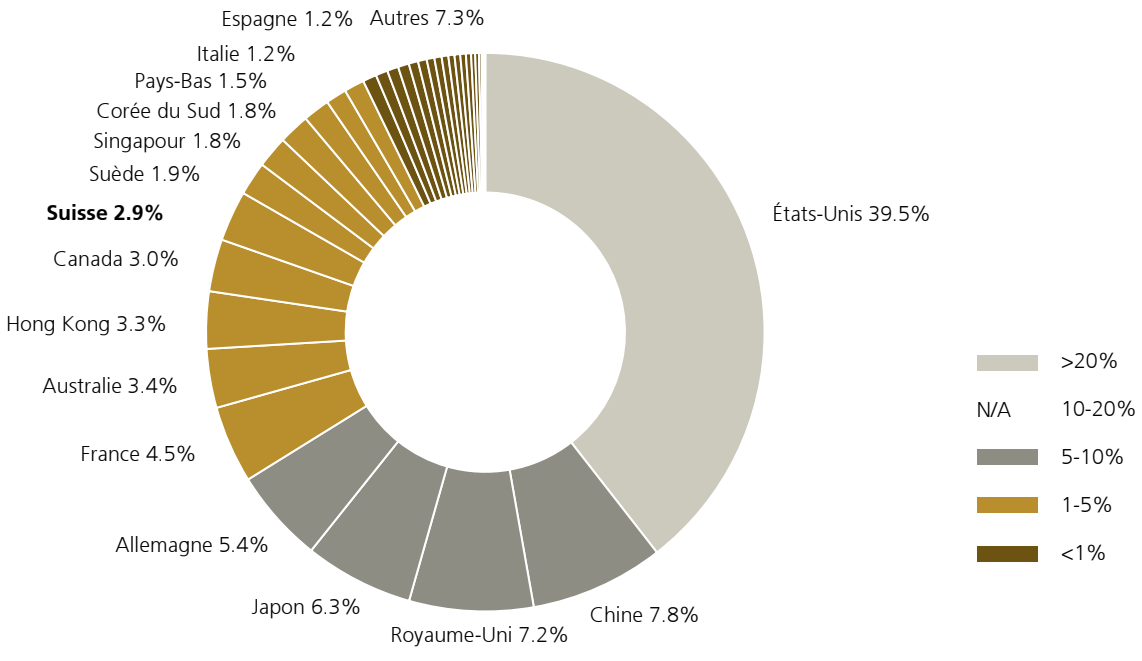
Parallèlement, le potentiel de hausse future des valorisations ne dépendra pas de la baisse des taux d'intérêt ; au contraire, les investisseurs doivent se concentrer sur la croissance des revenus locatifs grâce à une gestion proactive des actifs. Cela nécessite de sélectionner des gestionnaires locaux de premier ordre qui offrent diversification et accès aux secteurs immobiliers bénéficiant de supports structurels favorables.

Vaste univers d'investissement avec des avantages de diversification

Un vaste univers dont tirer parti
L'immobilier constitue depuis longtemps une classe d'actifs centrale pour les investisseurs institutionnels suisses. En 2025, les caisses de pension suisses y allouaient en moyenne 24,8% de leurs portefeuilles, contre 22,5% en 2016[1]. Pourtant, seulement 2,0% de cette allocation sont investis hors de Suisse, malgré la taille considérable de l'univers immobilier mondial et sa corrélation modeste avec l'immobilier suisse. Ce biais domestique prononcé s'explique notamment par la remarquable résilience du marché suisse depuis la dernière phase de correction des années 1990, ainsi que par la complexité perçue des investissements en actifs réels à l'étranger et de la gestion du risque de change associé, qui est potentiellement difficile et coûteuse. Les investisseurs institutionnels suisses concentrent ainsi environ 92% de leur exposition immobilière sur moins de 3% de l'univers mondial investissable (figure 1).

Dans un environnement géopolitique de plus en plus fragmenté, se concentrer sur les opportunités domestiques familières est un réflexe naturel. Cette approche peut toutefois accroître le risque de concentration et compliquer le déploiement du capital sur un marché de plus en plus encombré. Ces dernières années, la forte sursouscription récurrente des levées de capitaux de fonds et fondations immobiliers suisses a illustré cette dynamique. Alors que les moteurs de rendement des marchés financiers mondiaux deviennent de plus en plus concentrés, comme le montre la contribution disproportionnée des valeurs liées à l'IA à la performance des actions mondiales, les investisseurs doivent rester attentifs à la diversification de l'ensemble de leurs portefeuilles. Selon nous, cela plaide pour une allocation complémentaire plus importante à l'immobilier mondial, aux côtés d'un socle immobilier suisse existant.

Figure 1: Part du marché immobilier mondial



Source: MSCI; UBS Asset Management, décembre 2024. Remarque: sur la base des estimations MSCI de la taille des marchés en USD aux taux de change de fin d'année; comprend l'immobilier coté et non coté géré professionnellement.

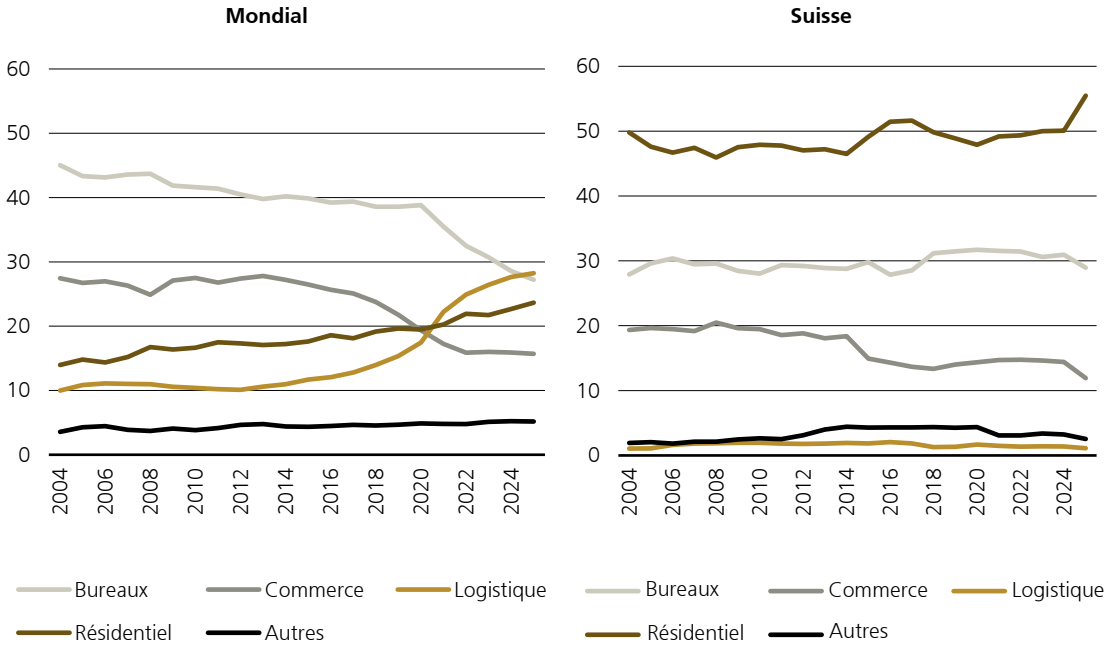
[1] Swisscanto/ZKB, Etude sur les caisses de pension en Suisse 2026.

Accéder à des secteurs à croissance dynamique

En allouant une partie de leur exposition immobilière à l'étranger, les investisseurs institutionnels suisses bénéficient de bien plus qu'une diversification régionale accrue. Les marchés internationaux donnent aussi accès à des secteurs à forte croissance qui restent inaccessibles à grande échelle en Suisse. La logistique en est un exemple majeur. Porté par l'essor du commerce en ligne, ce secteur a vu sa part de marché investissable passer de 10,0% en 2004 à 28,2% en 2025 (figure 2). Il est également devenu une classe d'actifs très diversifiée, couvrant les grands centres de distribution, les complexes d'industrie légère multi-locataires, les entrepôts frigorifiques et les espaces de stockage industriel extérieur situés dans les principaux pôles de fret. En Suisse, la logistique reste au contraire marginale, avec seulement 1% du marché en 2025. L'immobilier industriel suisse demeure principalement occupé par ses propriétaires, ce qui limite l'accès institutionnel. Le résidentiel, premier secteur institutionnel en Suisse, se distingue également dans un contexte mondial.

À l'international, le terme plus large d'« habitat » ou « living » reflète mieux la diversité des opportunités investissables : outre les appartements locatifs traditionnels, il comprend les maisons individuelles à louer, les résidences étudiantes dédiées, les résidences pour seniors avec différents niveaux de soins et les communautés de logements préfabriqués dotées d'équipements tels que des « clubs houses » et piscines, tout en restant abordables. Ces formats offrent des solutions de logement attractives et dédiées à de nombreux locataires. Cette évolution sectorielle exige toutefois un rééquilibrage actif des portefeuilles. Alors que l'allocation sectorielle suisse est restée remarquablement stable au cours des vingt dernières années, les marchés immobiliers mondiaux ont fortement évolué, notamment sous l'effet de la numérisation, qui a transformé les habitudes de consommation via le commerce en ligne et la réorganisation des habitudes de travail (télétravail). Cette évolution se reflète dans le recul des bureaux et du commerce, tandis que la logistique, bénéficiaire de l'essor du commerce en ligne, et les secteurs résidentiels défensifs ont pris de l'importance.

Figure 2: Pondération sectorielle des valeurs en capital sur le marché immobilier mondial et en Suisse, en %, 2008–2025



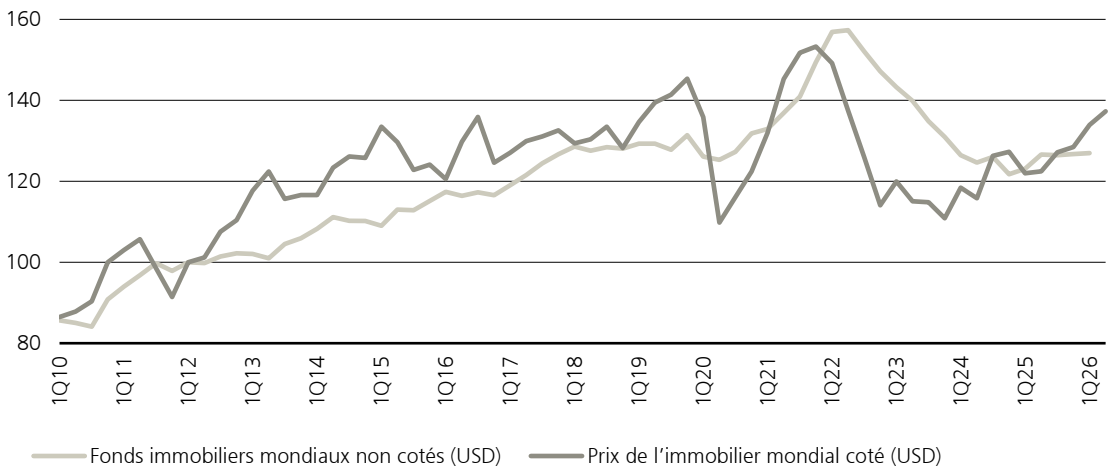
Source: MSCI (MSCI/Wüest Partner Switzerland Annual Property Index, publié annuellement; MSCI Quarterly Property Index Global, pondéré selon la taille du marché, publié trimestriellement); Zurich Insurance; UBS Asset Management, août 2026.

Opportunités revalorisées avec un renforcement des fondamentaux

Le retour à des taux d'intérêt plus élevés
L'immobilier mondial a subi d'importants vents contraires depuis mi-2022, malgré des fondamentaux locatifs globalement résilients. Après la réouverture des économies nord-américaines et européennes à la suite de la COVID-19, la forte relance budgétaire et la demande différée ont alimenté l'inflation, tandis que les chaînes d'approvisionnement restaient affectées par deux années de perturbations liées à la pandémie. Les banques centrales ont alors fortement resserré leur politique monétaire. La Réserve fédérale américaine a par exemple relevé ses taux directeurs de plus de 5 % en seulement 18 mois, provoquant une revalorisation brutale des marchés immobiliers. L'indice mondial des fonds immobiliers non cotés MSCI GPFI a ainsi enregistré une baisse de 22,6 % des valeurs en capital entre son plus-haut et creux, en USD (figure 3). Pour les investisseurs suisses, le coût de couverture du risque de change a accentué cette correction. Les marchés locatifs sont toutefois restés globalement sains, la faiblesse se concentrant sur quelques secteurs et localisations seulement, notamment certaines parties des marchés américain et chinois.

Les valorisations immobilières mondiales se stabilisent
À mesure que les anticipations de taux d'intérêt se stabilisaient, la classe d'actifs a commencé à toucher un plus-bas en 2024, avec des signes de reprise gagnant progressivement en vigueur à partir de 2025. Les incertitudes géopolitiques, notamment les droits de douane américains et les conflits au Moyen-Orient, ont modéré le rythme de l'amélioration sans la remettre en cause. Des signes de reprise sont apparus malgré des rendements obligataires toujours élevés et volatils. Comme lors d'autres cycles, l'immobilier coté a rebondi le premier et présente déjà des signes plus nets de reprise durable (figure 3). Historiquement, il a généralement constitué un indicateur avancé de la performance future du marché non coté.

Figure 3: Indice des valeurs en capital des fonds immobiliers mondiaux non cotés[1] (fin de trimestre, 1T12 = 100) **et indice des prix de l'immobilier coté[2]** (moyenne trimestr., 1T12 = 100)



Source: MSCI; NCREIF ; Refinitiv Datastream; UBS Asset Management, juillet 2026. Remarque: **1** MSCI Global Property Fund Index. **2** FTSE EPRA Nareit Developed Index. Veuillez noter que les performances passées ne sont pas un indicateur des performances à venir. Cela ne constitue pas une garantie de la part d'UBS Asset Management.

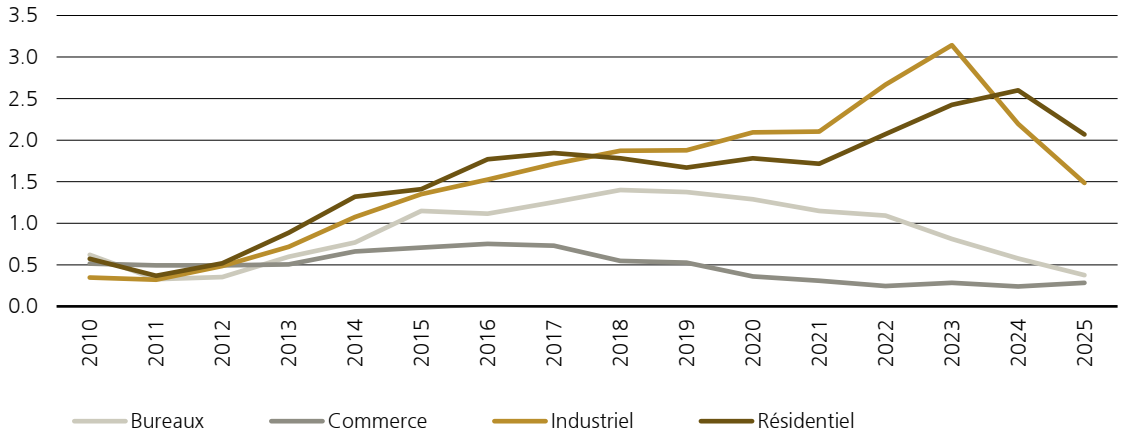
Un nouvel équilibre pour la prime de risque de l'immobilier mondial

Les signes indiquant que l'immobilier s'est adapté à un environnement de taux durablement plus élevés se multiplient, et la prime de risque offerte par les investissements immobiliers mondiaux s'est également stabilisée. Compte tenu de la relative protection à l'inflation des revenus locatifs immobiliers, la mesure pertinente est l'écart de rendement réel, et non nominal, par rapport aux emprunts d'État. Au 1T26, cet écart atteignait près de 340 points de base dans 23 grands marchés mondiaux. Il s'établissait en moyenne à près de 500 pb après la crise financière mondiale et légèrement sous 400 pb entre 1995 et 2007. Bien que la prime actuelle semble inférieure aux niveaux historiques, plusieurs facteurs structurels justifient un écart d'équilibre plus faible. La prime élevée de l'après-crise reflétait d'abord un environnement de taux exceptionnellement bas et n'est donc pas représentative de la moyenne de long terme. Surtout, la classe d'actifs immobilière mondiale s'est profondément transformée depuis 1995–2007 : les volumes de transactions ont fortement augmenté, la base d'investisseurs s'est élargie, les marchés et secteurs investissables se sont développés et ont mûri, et la disponibilité ainsi que la transparence des données se sont nettement améliorées. L'adoption de l'IA devrait encore renforcer cette transparence.[2] Dans le même temps, la classe d'actifs des emprunts d'État a aussi évolué. Les ratios dette/PIB ont atteint des niveaux sans précédent dans de nombreuses juridictions, tandis que les déficits budgétaires persistants et la faible croissance soulèvent des questions sur la viabilité à long terme des finances publiques. Les obligations souveraines sont aussi davantage exposées à une volatilité liée aux politiques publiques, comme l'a illustré la crise des gilts britanniques de septembre 2022 (crise du « mini-budget »). Ces évolutions remettent en question la perception des emprunts d'État comme actifs véritablement « sans risque » dans de nombreux marchés.

La forte baisse de l'activité de construction devrait soutenir une croissance large des loyers

La revalorisation de l'immobilier provoquée par les taux d'intérêt a aussi lourdement pesé sur les nouveaux projets immobiliers. Face à l'incertitude sur les valorisations et aux coûts de financement élevés, de nombreux investisseurs et promoteurs ont suspendu les constructions, contribuant à un resserrement futur de l'offre. Aux États-Unis (figure 4), premier marché d'investissement mondial, les livraisons de projets ont déjà nettement diminué dans tous les grands secteurs. Même les segments industriel/logistique et résidentiel, auparavant en forte croissance et où l'offre dépassait la demande locative dans certains marchés, voient désormais leur offre reculer. Parallèlement, la demande reste robuste dans les secteurs soutenus par des moteurs structurels : logistique de premier ordre portée par le commerce en ligne et la relocalisation des chaînes logistiques, immobilier résidentiel répondant à l'élargissement des populations locataires sur fond d'urbanisation, de soutenabilité financière limitée et de réduction de la taille des ménages, et commerce alimentaire répondant à une demande essentielle d'une population croissante. Même les bureaux, mis à l'épreuve par le télétravail, voient leurs perspectives de croissance locative s'améliorer pour les actifs de premier ordre. Bien que les données fiables sur les bureaux prime américains restent indisponibles, PMA prévoit entre 2026 et 2028 une croissance des loyers nettement supérieure à l'inflation dans plusieurs marchés de bureaux prime d'Europe continentale et d'Asie-Pacifique.[3]

Figure 4: Surfaces délivrées en pourcentage du stock sur le marché immobilier d'investissement américain



Source: CBRE au 1T26; UBS Asset Management, juillet 2026. Remarque**: les performances passées ne garantissent pas les résultats futurs.**

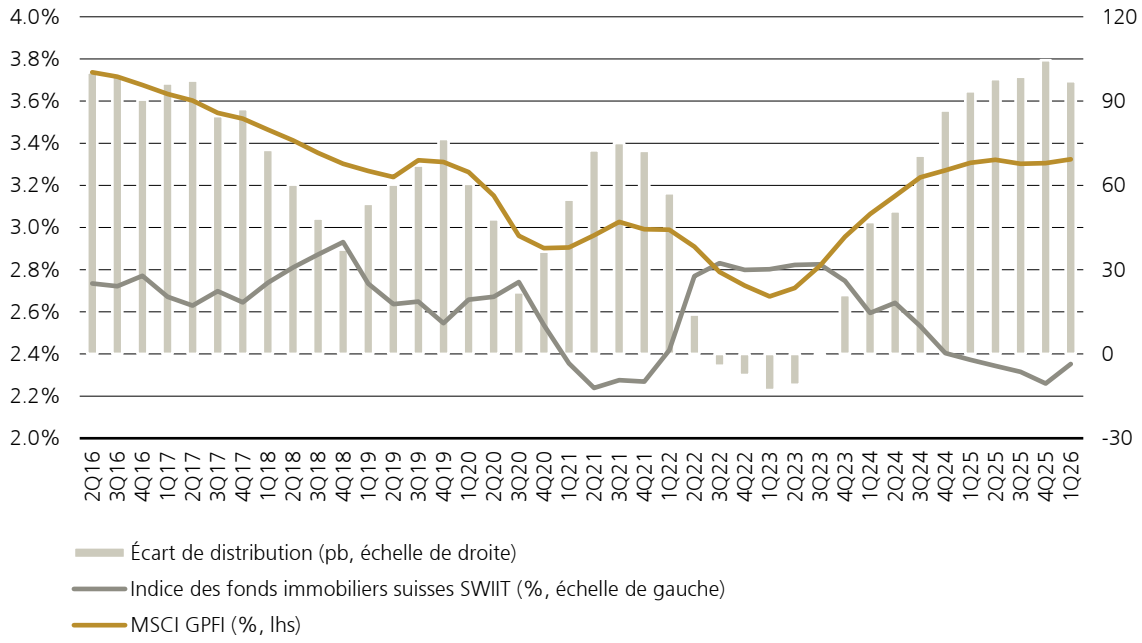
[2] JLL, Global Real Estate Transparency Index 2024 – Transparency in a time of transition.
[3] PMA, Quarterly Property Forecasts, 1Q26.

Revenus locatifs résilients et protection contre l'inflation

Une classe d'actifs axée sur le revenu
Après l'ajustement des marchés immobiliers mondiaux à un environnement de taux durablement plus élevés, la classe d'actifs entre dans une nouvelle ère. Les taux devant rester plus élevés et plus volatils que dans l'histoire récente, les investisseurs ne peuvent plus compter sur la compression des taux de capitalisation pour générer des rendements au-dessus de la moyenne. La qualité et la croissance des revenus locatifs redeviennent donc centrales dans les stratégies immobilières performantes. Il s'agit d'un retour à la proposition fondamentale de l'investissement immobilier : fournir des revenus résilients tout au long du cycle, avec un potentiel de croissance de la valeur grâce à une gestion active. Comme le montre la figure 5, des distributions résilientes ont caractérisé l'immobilier suisse et mondial sur les dix dernières années, même si les rendements ont progressivement diminué entre 2016 et 2022 à mesure que les valeurs augmentaient.

Une comparaison directe dans la sphère non coté est difficile, car l'indice KGAST Immo[4] ne publie pas de série de rendement du dividende. Néanmoins, les allocations immobilières mondiales ont généralement offert une prime de rendement de distribution par rapport au marché suisse, représenté par l'indice SWIIT, sauf au début de l'après-pandémie. Cet écart reflète des compositions sectorielles (voir page 4) et des environnements de taux distincts, ainsi qu'une plus forte volatilité des valeurs immobilières mondiales. Il s'est récemment accentué : au 1T26, l'écart de distribution entre les composantes de l'indice MSCI GPFI et l'indice SWIIT atteignait près de 100 pb, son plus haut niveau en dix ans de données.

Figure 5: Écart de distribution entre l'immobilier mondial et les fonds immobiliers suisses



Source: MSCI, UBS UGA – Real Estate au 1T26; UBS Asset Management, août 2026.
Remarque: **Les performances passées ne garantissent pas les résultats futurs.**

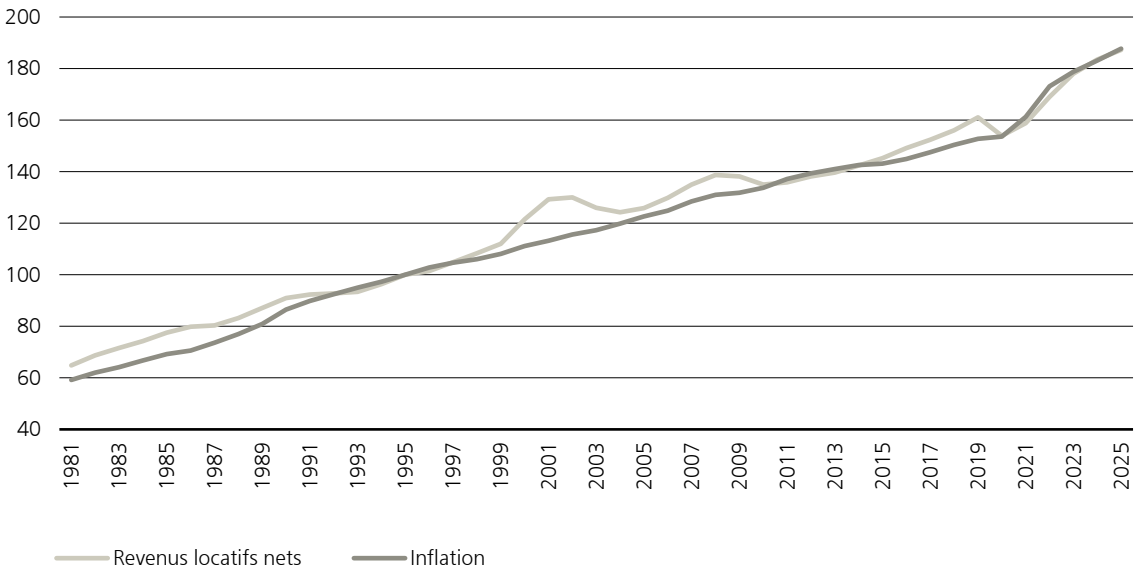
[4] Indice immobilier de la Conférence des Administrateurs de Fondations de Placement (KGAST).

La croissance des cash-flows soutient la protection contre l'inflation et le renforcement des valeurs en capital

Le rendement de distribution de l'immobilier institutionnel mondial est plus qu'une source de revenus résilients tout au long du cycle. Il peut aussi offrir une protection élevée contre l'inflation, comme le montre la figure 6. Cette résilience découle de baux liant la croissance des loyers à l'inflation dans certains secteurs et marchés. De tels mécanismes sont courants sur plusieurs marchés d'immobilier commercial d'Europe continentale ainsi qu'en Australie. Dans d'autres segments, la protection provient de hausses contractuelles annuelles des loyers, par exemple dans la logistique américaine, ou de révisions fréquentes aux niveaux de marché. Les logements étudiants, dont les baux durent généralement un semestre ou une année universitaire, en sont un exemple. Les appartements locatifs américains connaissent aussi une rotation des locataires sensiblement supérieure à celle de la Suisse, permettant aux loyers de s'ajuster plus rapidement à la hausse du marché.

Dans cette nouvelle ère de l'immobilier mondial, la réussite dépendra de plus en plus de la capacité à générer une croissance locative durable. Il faut investir dans les bons marchés et secteurs, mais aussi mettre en œuvre des stratégies actives de gestion des actifs, notamment des initiatives de relocation et d'amélioration ciblée de la valeur. Ces capacités seront essentielles pour maintenir des rendements de revenu locatifs robustes assortis d'une protection contre l'inflation, tout en soutenant l'appréciation de la valeur grâce à la capitalisation d'une croissance réelle des loyers.

Figure 6: Revenus locatifs nets de l'immobilier mondial et inflation[1]
(indices en devise locale, 1995 = 100)



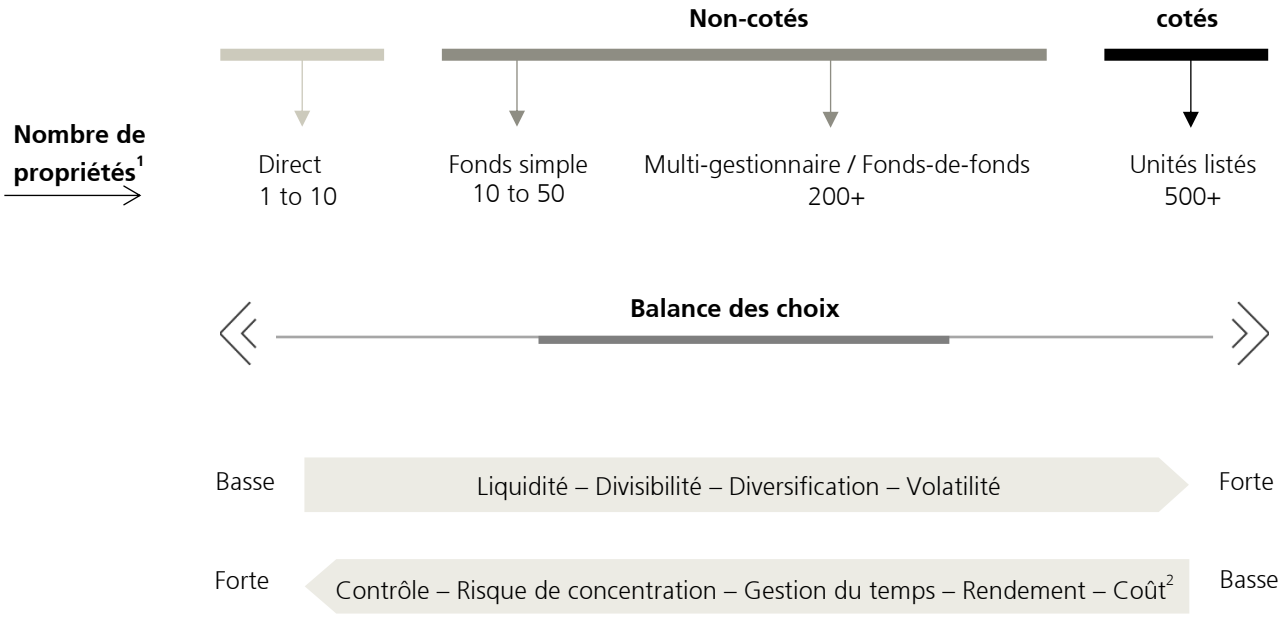
Source: MSCI, Oxford Economics; UBS Asset Management, juin 2026. Remarque: **1** agrégat mondial de 22 marchés, pondéré selon la taille estimée du marché immobilier. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne constituent pas une garantie d'UBS Asset Management.

Stratégie d'investissement robuste grâce à des gestionnaires locaux

Choisir la bonne voie

Compte tenu du rendement élevé et de la diversité sectorielle unique de cette classe d'actifs, constituer une allocation immobilière mondiale peut être complexe en raison des multiples juridictions et cadres réglementaires, de secteurs à forte intensité opérationnelle et du risque de change. Dans la nouvelle ère de l'investissement immobilier mondial, ces défis sont amplifiés par la nécessité croissante de stratégies efficaces de gestion immobilière pour libérer le potentiel de valeur et de croissance locative. Les investisseurs institutionnels suisses peuvent accéder à l'immobilier mondial par plusieurs voies (figure 7), des portefeuilles agiles de quelques actifs détenus en propriété directe, jusqu'aux grands fonds et titres immobiliers fréquemment négociés. Ces approches diffèrent par la volatilité de la performance, la liquidité, la diversification, le contrôle et les coûts. Pour les investisseurs recherchant une volatilité plus faible, une diversification sectorielle et régionale accrue et les avantages d'une gestion active au niveau des propriétés, une sélection de fonds non cotés gérés localement au sein d'une structure multi-gestionnaire peut constituer une approche robuste pour naviguer cette nouvelle ère de l'immobilier avec succès.

Figure 7: Approches d'investissement dans la classe d'actifs immobilière



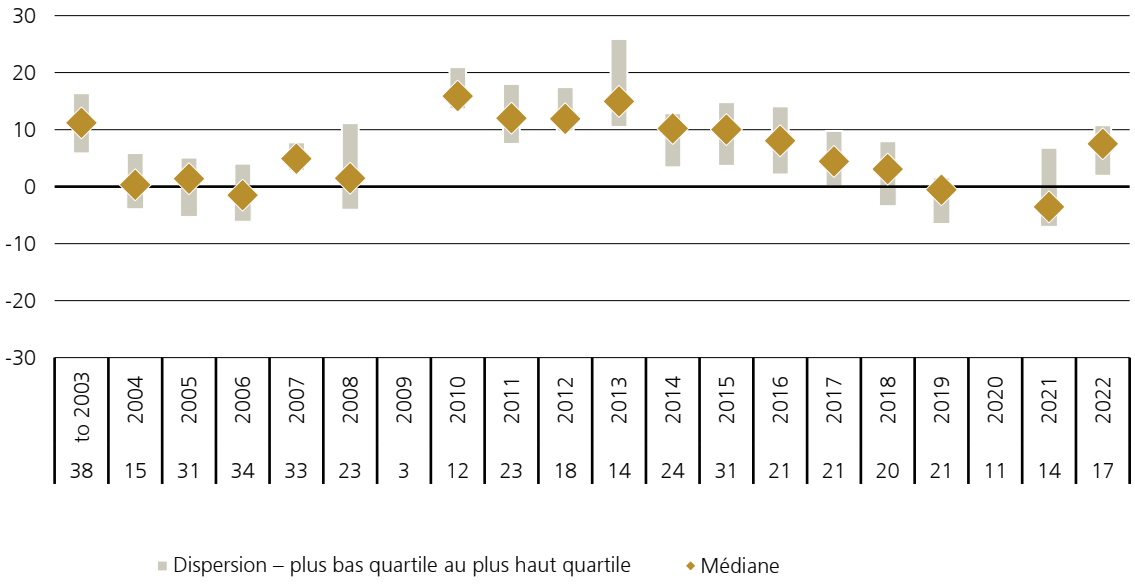
Source: UBS Asset Management, août 2026.
Remarque: Les investisseurs doivent prendre en compte leur propre stratégie de diversification lors de la décision d'investissement;
1 Le nombre de biens est uniquement illustratif, l'échelle bénéfique basée sur le degré de diversification. **2** Fait référence aux coûts d'acquisition implicites et aux frais de gestion.

Privilégier les meilleurs gestionnaires comme source d'alpha
Une approche multi-gestionnaire offre des avantages importants aux investisseurs institutionnels suisses souhaitant accéder à l'immobilier mondial. Elle traite les questions fiscales et la couverture de change au niveau de la structure, réduisant une grande partie de la complexité technique de l'investissement international. Un investissement unique donne également accès à des portefeuilles largement diversifiés d'actifs gérés professionnellement dans plusieurs régions et secteurs ; une exposition difficile à reproduire en direct sans engagements de capitaux importants.

Cette simplicité ajoute une couche de frais, mais les grandes plateformes peuvent souvent négocier de meilleures conditions avec les investissements sous-jacents, répercuter ces économies aux investisseurs et compenser une partie du coût supplémentaire. Les partenariats avec des gestionnaires locaux sont essentiels pour accéder à des opportunités uniques, qu'il s'agisse de transactions hors marché, de recapitalisations de grands portefeuilles ou de co-investissements à conditions préférentielles. Ils permettent aussi une gestion active grâce à une expertise locale approfondie du marché et de la réglementation, généralement soutenue par une spécialisation sectorielle et régionale.

Avec une allocation prospective, la sélection des meilleurs gestionnaires locaux est une source importante d'alpha dans les stratégies multi-gestionnaires. Cela se voit notamment dans le segment « non core » en structures fermées, à travers la dispersion des rendements depuis lancement selon les millésimes (figure 8). Même pour le millésime difficile de 2019, les meilleurs gestionnaires ont dégagé des rendements légèrement positifs. Pour 2008, les meilleures stratégies ont produit des rendements à deux chiffres, tandis que la médiane était proche de 0%. Bien qu'issues d'un segment « non core » plus risqué, ces observations sont aussi valables pour les stratégies « core », où la dispersion des rendements à long terme est aussi importante.

Figure 8: Distribution des taux de rendement internes (TRI) des fonds immobiliers « non core »[1] depuis lancement (en %, par millésime jusqu'au 1T26, avec nbr. de fonds par millésime)



Source: ANREV / INREV / NCREIF; UBS Asset Management, mai 2026. Remarque: **1** « non core » désigne les fonds de valeur ajoutée et opportunistes. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne constituent pas une garantie d'UBS Asset Management.

Le moment de considérer les opportunités

Pour les investisseurs institutionnels suisses, l'adaptation de l'immobilier mondial à un environnement de taux d'intérêt plus élevés et plus longs peut offrir une fenêtre d'opportunité. En tant qu'allocation complémentaire aux avoirs domestiques, elle élargit la diversification, débloque l'accès à des secteurs à forte croissance indisponibles à grande échelle en Suisse, et offre un potentiel de rendements locatifs robustes avec une protection contre l'inflation, ainsi qu'un potentiel de reprise des valeurs du capital.

Dans un environnement où les rendements seront de plus en plus stimulés par la croissance des revenus locatifs et l'amélioration de la qualité des actifs plutôt que par la compression des taux de capitalisation, la gestion active au niveau des biens devient une source essentielle de création de valeur. Cependant, saisir ces opportunités nécessite de naviguer dans la complexité des marchés mondiaux, des réglementations et des devises étrangères. Une approche disciplinée multi-gestionnaire, combinant expertise locale du marché local avec une sélection rigoureuse des gestionnaires et une « due diligence » rigoureuse, offre un cadre structurel solide pour accéder aux opportunités immobilières mondiales.

Pour plus d'informations, veuillez contacter :

UBS Asset Management
Unified Global Alternatives – Real Estate
Portfolio Manager

Brice Hoffer
+41-44-234-9156
brice.hoffer@ubs.com

Suivez-nous sur UBS Asset Management

Pour consulter notre plateforme de recherche, scannez-moi!

© UBS 2026. Tous droits réservés.

Cela ne constitue pas une garantie de la part d'UBS Asset Management.
M-006722

À des fins de marketing.
Réservé, hors États-Unis, aux investisseurs et clients qualifiés / professionnels / accrédités / institutionnels / de gros.
Réservé à l'usage du destinataire. Toute redistribution est strictement interdite.

ubs.com/uga

La présente publication ne peut en aucun cas être considérée comme une incitation à l'achat ou à la vente de titres ou autres instruments financiers d'UBS Asset Management Switzerland AG ou de ses filiales en Suisse, aux Etats-Unis ou dans toute autre juridiction. UBS interdit strictement la redistribution ou la reproduction, totale ou partielle, du présent document sans son autorisation écrite préalable, et UBS ne saurait être tenue responsable de quelque manière que ce soit des actions de tiers basées sur le présent document. Les informations et les opinions contenues dans le présent document ont été compilées ou formulées sur la base d'informations obtenues auprès de sources considérées comme fiables et de bonne foi. Cependant, aucune responsabilité n'est acceptée en cas d'erreur ou d'omission. Toutes ces informations et opinions sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Veuillez noter que la performance passée ne préjuge pas de la performance future. Pour les investissements dans l'immobilier/les infrastructures/le private equity (qu'il s'agisse d'investissements directs ou par le biais de fonds à capital variable ou fixe), les actifs sous-jacents sont illiquides. L'évaluation dépend donc du jugement de l'évaluateur. La valeur des investissements ainsi que les revenus qui en découlent peuvent tout aussi bien évoluer à la hausse qu'à la baisse et les investisseurs peuvent ne pas récupérer le capital initialement investi. Aucune opinion quant au marché ou aux investissements exprimée ici ne doit être considérée comme une recherche/analyse d'investissement. **Le présent document n'a pas été préparé conformément aux exigences d'une quelconque juridiction visant à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière, et il n'est soumis à aucune interdiction de négociation en amont de la diffusion d'analyses financières.** Les informations contenues dans le présent document ne constituent pas une distribution, et elles ne peuvent en aucun cas être considérées comme une recommandation d'achat ou de vente d'un quelconque titre ou fonds. Certains commentaires figurant dans ce document sont considérés comme des déclarations prospectives. Les résultats effectifs peuvent être très différents. Les opinions exprimées ici reflètent le jugement d'UBS Asset Management au moment de la rédaction du présent document, et il n'existe aucune obligation de mettre à jour ou de modifier les déclarations prospectives suite à de nouvelles informations, à des événements futurs ou à toute autre circonstance. De plus, ces opinions ne visent ni à prédire ou à garantir la performance future d'un titre individuel, d'une classe d'actifs donnée ou des marchés en général, ni à prédire la performance future d'un quelconque compte, portefeuille ou fonds d'UBS Asset Management. Source pour l'ensemble des données/graphiques (sauf indication contraire): UBS Asset Management. Les opinions exprimées ici représentent les opinions générales d'UBS Asset Management, en Septembre 2026. Sauf indication contraire, toutes les informations datent de Septembre 2026. Publié en Septembre 2026. **Autorisé à des fins d'utilisation internationale hors Etats-Unis d'Amérique.**

© UBS 2026. Le symbole des trois clés et le logo UBS font partie des marques déposées et non déposées d'UBS. Les autres marques citées ici peuvent être des marques déposées de leurs propriétaires respectifs. Tous droits réservés.