



СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ 23 – 30 ИЮЛЯ 2021

Обзор подготовила команда управления портфельного менеджмента УК «ОТКРЫТИЕ»



В двух словах

Почему-то именно август отличается от остальных одиннадцати месяцев года валом вопросов о дефолте (США, России, крупнейших банков – нужно подчеркнуть), девальвации, коллапсе денежной системы и прочих армагеддонах. Удивительно, почему к именно этому месяцу приковано такое внимание алармистов. Жара, казалось бы, уже спала, отпуск не за горами, фрукты спеют, дети скоро пойдут в школу... Что страшного-то?

Ответов мы видим два. Очевидно, что как минимум дважды в современной истории России события в августе становились поворотными: ГКЧП в 1991 и дефолт 1998 года не могли не отразиться на коллективной памяти сограждан. Кроме того, многочисленные русские поэты еще задолго до «лихих девяностых» характеризовали последний месяц лета как не особенно удачный – ахматовское «и всех месяцев он страшней», например.

Поэтому мы со снисхождением относимся к запросам о неминуемом крахе рубля в августе. Всякое бывает, естественно, но почему бы не посмотреть на действительность невооруженным рациональным взглядом?

Во-первых, золотовалютные резервы сейчас на максимуме, 600 млрд долларов в эквиваленте, чуть меньше всей денежной массы М2 в России. То есть по текущему курсу может быть обменян почти каждый рубль в стране. Только зачем менять каждый рубль? На этот вопрос у нас нет ответа.

Во-вторых, доллары продолжают притекать – бюджет 2021 года свёрстан из цены 3100 рублей за баррель, в то время как на бирже цена уже превышает 5000 рублей. То есть доллары продолжают притекать, и Минфин дабы не допустить чрезмерного укрепления рубля вынужден покупать доллары, а не продавать их. Одним словом, резервы увеличиваются, а не расходуются. Если цена на нефть останется в том же диапазоне 60-75 долларов за баррель, мы скоро увидим доллар у 70 рублей, а вовсе не у 80 или 90.

В-третьих, развитие внешнеполитической ситуации в последнее время подтверждает важный тезис – разрушительные санкции против России не выгодны западным политикам из всех уголков политического спектра. Громкие разговоры о санкциях выходят в гудок, когда дело доходит до реальных законопроектов. Нельзя сказать, что Россия – незаменимый партнер в международной

торговле, но всё же достаточно важный, чтобы в каждом законе оставлять лазейки размером с диаметр трубопровода «Северный поток – 2».

Естественно, и наша жизнь, и рыночная динамика подвержены внезапным потрясениям, слабо поддающимся рациональным прогнозам. Однако проводить месяцы и года в эсхатологической скорби, вспоминая каждый август «по какому поводу//слегка увлажнена подушка» – плохая стратегия инвестиций. Инфляция и горечь упущенных возможностей в конце концов нанесут непоправимый ущерб вашему портфелю, даже если вы в какой-то момент и окажетесь правы.

Мы считаем, что, если и бояться какого-либо месяца, так это октября. И крахов рынка было в октябре гораздо больше, и с историей России октябрь связан не меньше августа. Вспомнить хотя бы песню «А в октябре его немножечко «того»...». В общем, про девальвацию поговорим через два месяца.

Шутка.

В Телеграм-канале «УК «Открытие» без галстуков» мы собираем комментарии управляющих и аналитиков нашей компании, а также делимся текущими мыслями и просто интересной информацией по рыночной ситуации. Присоединяйтесь по QR-коду вверху этой страницы или просто найдите нас среди каналов в Телеграм.

Глобальные рынки акций

Индекс S&P 500 снизился на 0,37% по итогам прошедшей недели и завершил торги в районе отметки 4 395 пунктов.



Второй квартал 2021 года стал очередным периодом рекордных финансовых результатов для технологических гигантов нашего времени – Facebook, Apple, Amazon, Microsoft и Alphabet, опубликованных на прошедшей неделе. Совокупная капитализация этих компаний приближается к 10 триллионам долларов, а общий их вес в индексе S&P 500 составляет порядка 25%.

Alphabet (более известный обывателям как Google) увеличил выручку до 61,9 млрд долл., выше ожиданий аналитиков (56,2 млрд долл.). Компания продолжает показывать впечатляющие темпы роста. Чтобы избежать искажений, вызванных «ковидным» вторым кварталом 2020 г., сравним эту цифру со вторым кварталом 2019 года, и видим, что за эти два года выручка росла со среднегодовым

темпом в 26%. За прошедшие 5 лет, среднегодовой темп роста выручки был близок к 23%. Участники рынка оценили такую динамику: рост стоимости акций Alphabet за 5 лет (29.07.2016-30.07.2021) составил +251,78% (28,57% годовых). Один только бизнес YouTube принес 7 млрд долл. выручки за квартал (рост 84% год-к-году).

Microsoft продемонстрировала выручку в 46,2 млрд долл., также выше ожиданий аналитиков (44,2 млрд долл.). Темп роста выручки за два прошедших года составил 17%, за пять лет – 16,7%. Совокупный доход (с учетом реинвестирования полученных дивидендов) от владения акциями софтверного гиганта за прошедшие 5 лет составил +445,58% (40,35% годовых) – как видим, гораздо выше, чем у Alphabet. Причина? Microsoft стартовала 5-летний период «нелюбимой» компанией, с гораздо более низких уровней оценки. В тот момент, участники рынка не верили, что 45-летняя компания впишется в эру «облачных» технологий.

Сильнее остальных опередила прогноз аналитиков «яблочная» компания: выручка Apple за второй квартал составила 81,4 млрд долл., против ожидаемых 73,8 млрд долл., двухлетний темп роста – 23% в год. Впрочем, за 5 лет компания увеличила продажи лишь с темпом 12,3% в год. Это не помешало акциям компании ушестериться за этот срок: с 29.07.2016 по 30.07.2021 вложения в Apple с учетом реинвестирования дивидендов принесли +499,4% (43,01% годовых). Инвесторы ценят, что компания не «почивает на лаврах iPhone», а продолжает выпускать новые востребованные продукты и услуги. Так, один только бизнес носимой электроники (Apple Watch и AirPods) принес 8,75 млрд долл. за квартал, если бы это был отдельный бизнес, он вошел бы в топ 300 компаний из S&P 500 по этому показателю. Бизнес услуг принес 17,4 млрд долл. за квартал (рост на 33% год-к-году). Отдельно, это мог бы быть топ 150 бизнес из S&P 500 по выручке.

Социальный гигант Facebook (владелец одноименной социальной сети, а также WhatsApp и Instagram) также рапортовал о рекордной выручке – 29,1 млрд долл., выше ожиданий аналитиков (27,9 млрд долл.). Рост выручки был в числе прочего обусловлен ростом цены на рекламу в среднем на 47%, что свидетельствует о высоком спросе со стороны ведущих мировых брендов. Двухлетний темп роста составил ошеломительные 84% в год, при этом компания остается супер-прибыльной (операционная маржа в районе 43%). Ежедневно продуктами компании пользуются 2,76 млрд чел. Среднегодовой темп роста выручки за прошедшие 5 лет составил порядка 35% в год, а владение акциями на этом сроке принесло бы +187,48% (23,49% годовых). Планы компании на будущее, в случае успешной реализации, могут обеспечить еще много лет опережающей динамики финансовых показателей. Компания делает ставку на так называемую «мета-вселенную» – виртуальную среду, которая, как ожидается, может стать новым этапом развития интернета.

Компания Amazon стала единственной, чья выручка (113 млрд долл., рост на 27% год-к-году) не смогла опередить ожидания аналитиков (115 млрд долл.). В качестве причины – ослабление коронавирусных ограничений, что привело к тому, что клиенты компании нашли более интересные занятия, чем онлайн-шоппинг. За прошедшие 5 лет выручка росла со среднегодовым темпом в 30%, а вложения в акции принесли бы +338,53% (34,36% годовых). Отметим, что «облачное» подразделение компании – Amazon Web Services – сохранило сильную динамику, обеспечив 14,8 млрд долл. выручки, более чем 30%-ный рост год-к-году. Рекламное подразделение принесло 7,9 млрд долл., рост на 88% год-к-году.

Какое же будущее ждет эти компании? Скептики укажут, что «деревья не растут до небес», но то же самое они говорили и 5 лет назад. Инвестиционная команда УК «Открытие» продолжает находить перечисленные бумаги привлекательными. Facebook, Alphabet, Microsoft, Apple и Amazon входят в состав ОПИФ «Открытие – Лидеры инноваций», который является самым доходным российским фондом за прошедшие 3 года, а также в ряд других портфелей УК. Это доминирующие в своих нишах бизнесы, современные монополии (хотя сами компании будут до последнего отрицать это «звание»), обладающие существенными конкурентными преимуществами, потрясающей корпоративной культурой, высокой финансовой эффективностью. Это всё прибыльные компании, в отличие от некоторых «хайповых» имен, обладающие высоким свободным денежным потоком, не зависящие от

милости рынков капитала. Есть все предпосылки к сохранению высоких темпов прибыльного роста. Да, ни одна из указанных компаний не является «дешевой» по традиционным финансовым мультипликаторам, но с учетом качества и темпов роста их финансовых показателей, мы считаем текущую оценку не только оправданной, но и привлекательной. Они могут смотреться «дорого» по сравнению с широким рынком (индекс S&P 500), но при этом оценены гораздо более разумно, чем некоторые популярные компании сегментов SaaS («программное обеспечение как услуга»), или, например, производители электромобилей. В условиях околонулевых ставок в развитых странах, такие акции «прибыльного роста» неизбежно будут торговаться с премией к рынку в среднем.

Говоря об ожидаемой доходности, конечно уже не следует в следующие 5 лет рассчитывать на 20-40% среднегодового роста котировок, как это было в 5 предыдущих лет. Тогда, как раз, многие из этих компаний были откровенно дешевыми. Сейчас, гораздо большее число участников рынка признали отличное качество этих компаний, что нашло отражение в более высокой оценке. Однако даже вложения в акции с высокой оценкой могут принести приемлемый результат, если эти бизнесы продолжают уверенно наращивать выручку, прибыль, денежные потоки, что мы и ожидаем от технологических гигантов. По нашей оценке, результат инвестирования в перечисленные акции на горизонте 5 лет может составить 10-15% годовых, что, скорее всего, значимым образом опередит результат широкого рынка.

Дальнейшее движение рынка в ближайшие месяцы будет в первую очередь зависеть от успехов вакцинации, скорости восстановления экономики и корпоративных результатов, способности властей развитых стран претворять в жизнь уже принятые и планируемые меры поддержки экономик и финансовых рынков. Мы считаем, что ситуация с коронавирусом продолжит приходить в норму, а меры монетарного и фискального стимулирования со стороны мировых правительств поддержат котировки рискованных активов.

Российский рынок акций

Индекс Мосбиржи по итогам прошедшей недели вырос на 0,99%, завершив торги в районе отметки 3 770 пунктов.



На старте недели российский рынок торговался с оглядкой на азиатские индексы, в которых преобладали продажи на внутренних факторах. Волатильность китайского рынка последних недель в

той или иной степени затронула все глобальные торговые площадки, однако, оказала непродолжительный эффект. Политические события недели носили нейтральный характер, тогда как компании делились преимущественно сильными операционными и финансовыми результатами. Положительная динамика в нефти и металлах помогла росту российских индексов в последние дни.

Из экономических новостей отметим, что МВФ ожидает ускорения роста экономики России в текущем году. Прогнозы организации улучшились с 3,8% до 4,4%. Теперь они попадают в диапазон последней оценки Банка России, повысившего ожидаемый рост до 4,0-4,5% с 3,0-4,0%. По наблюдениям МВФ восстановление в стране происходит быстрее, чем ожидалось. В то же время прогнозы на следующий год были скорректированы в сторону понижения – сейчас ожидается, что рост составит 3,1%.

Глобальные опасения роста инфляции в меньшей мере негативно влияют на российский рынок акций, так как весомая часть отечественных «голубых фишек» – компании сырьевого сектора, для продукции которых складывается отличная рыночная конъюнктура. В то же время на второй (или пятый) план отходят опасения геополитических и санкционных рисков.

Мы полагаем, что в 2021 году участники рынка продолжают позитивно оценивать прекрасную фундаментальную историю российских ценных бумаг – снижение ставок дисконтирования, возврат финансовых результатов на траекторию долгосрочного роста, сохраняющуюся низкую оценку по финансовым мультипликаторам.

Глобальные рынки облигаций

На прошедшей неделе глобальные рынки долларовых облигаций находились в боковом движении. EMB ETF (суверенные облигации развивающихся рынков, номинированные в долларах США) вырос на 0,06%, котировка на закрытие пятницы \$112,73. Более короткий HYG ETF (высокодоходные бумаги американских компаний, в основном нефтяного сектора) снизился на 0,13%. Закрытие пятницы – \$87,84.



Изменение доходностей базового актива, %

	1 мес.	6 мес.	2 года	10 лет	30 лет
23/07/2021	0,05	0,05	0,22	1,30	1,92
30/07/2021	0,05	0,05	0,19	1,24	1,89
Изменение, б.п.	0	0	-3	-6	-3
Доходности на 01.06.2020	0,12	0,14	0,14	0,66	1,46

Внимание инвесторов на прошедшей неделе было приковано к локальным рынкам (то есть облигациям в национальных валютах развивающихся стран), а еврооблигации, как несложно догадаться из динамики индексов, торговались неактивно. Из значимых исключений можно выделить долларовые бумаги Перу, находящиеся под определенным давлением из-за смены политического курса в стране.

В среднесрочной перспективе для глобальных рынков облигаций мы продолжаем подчеркивать неоднократные заявления ФРС США о том, что ставка сохранится на нулевом уровне как минимум до конца 2022 года. Таким образом, ставки по депозитам скорее всего останутся на текущих низких значениях в течение ближайших двух лет или даже снизятся. Соответственно, возрастает премия за срочность, то есть привлекательность среднесрочных облигаций.

Российский рынок облигаций

По итогам недели индекс полного дохода ОФЗ RGBITR и индекс полного дохода корпоративных бумаг RUCBITR (черные свечки на графике) синхронно выросли на 0,52%. Значения на закрытие пятницы составили соответственно 614,19 и 458,11 пункта.



Как и ожидалось, к росту государственных облигаций позапрошлой недели подключились и корпоративные выпуски. Это стандартная ситуация на долговых рынках, связанная со структурой держателей. Выпуски ОФЗ в несколько раз крупнее отдельных корпоративных, поэтому в них больше спекулянтов и иных «горячих денег». Поэтому реакция на рыночные события, в том числе и переоценку динамики ставок, происходит быстрее, чем даже в высоколиквидных корпоративных бумагах. Туда «все доходит с опозданием на несколько дней». Вот, наконец, дошло.

Глава ЦБ РФ Эльвира Набиуллина на выходных дала важное интервью «The Financial Times», в котором прозвучала ключевая фраза о снижении долгосрочных ориентиров по инфляции с 4% до 2-3%, «как в развитых странах». В долгосрочной перспективе это означает продолжение тенденции последнего месяца: рост доходностей коротких бумаг и падение доходностей длинных.

Поэтому неудивительно, что кривая доходностей (то есть доходности разных бумаг, размещенные по оси времени) резко поменяла форму. От решительных действий ЦБ РФ в первую очередь страдают короткие бумаги, однако, от роста их доходностей ущерба для держателей почти нет. Из-за невысокой дюрации просадка по ним быстро ликвидируется получаемым купоном.

Инфляция показывает признаки стабилизации, а жесткость ЦБ приведет к более быстрой нормализации этого показателя. Гравитация на рынке облигаций устроена таким образом, что как только ставки прекратят повышать (а весьма вероятно, что и раньше), доходности устремятся вниз как из-за внутренних покупок, так и из-за притока иностранных денег. Забавно, что длинные бумаги уже перешли в рост, даже не дождавшись окончания фазы повышения доходностей.

Объяснение этому феномену простое, и мы повторяем его из обзора в обзор. Облигации имеют значительный плюс, которым не обладают ни акции, ни товарные активы – **доходность к погашению купленной бумаги будет в любом случае реализована**. Более того, при росте доходностей приходящие купоны реинвестируются под более высокую ставку, что еще повышает прибыльность вложений.

Текущие низкие цены создают прекрасные возможности для входа в рынок. Несмотря на то, что некоторая волатильность может смущать консервативных инвесторов в облигации, необходимо четко понимать – вместе с *падением цен* увеличивается *будущая доходность* ваших облигационных вложений. И это не радужные мечты, как в случае с рынком акций, а математический факт.

Ключевые новости по эмитентам в наших портфелях

Сбербанк опубликовал финансовые результаты за II квартал и первое полугодие текущего года. Чистая прибыль за 6 месяцев возросла на 119% год к году и на 95% – за квартал. Менеджмент повысил ориентиры по ROE на год с 20% до 22%. Группе ВТБ также удалось поставить рекорд в первом полугодии, заработав чистую прибыль в размере 171 млрд рублей. При этом произошел существенный рост чистых процентных и комиссионных доходов – на 21% и 38%, соответственно. Успешные результаты позволили менеджменту повысить годовые ориентиры по чистой прибыли (с 270 до 295 млрд рублей). Компания сохраняет планы выплаты 50% от показателя в качестве дивидендов.

Значимые сделки по портфелям

В части акций:

В портфелях российских акций мы увеличивали позиции в бумагах ГМК Норильский Никель, Магнита и Сбербанка.

В портфеле фонда «Открытие – Глобальные инвестиции» мы сокращали позиции в акциях Micron, Interactive Brokers и в фонде iShares MSCI Emerging Markets ETF, увеличивали позиции в бумагах Berkshire Hathaway, Wells Fargo, Altria и нескольких REIT.

В портфеле фонда «Открытие – Лидеры инноваций» мы сокращали позиции в акциях Activision, Micron, Interactive Brokers, Intel и QIWI, увеличивали позиции в бумагах Facebook, Alphabet, Microsoft, Dropbox, Charter Communications, Twitter, Amazon и Apple.

В части облигаций:

В фонде «Открытие - Еврооблигации» мы продолжили приобретение RUSSIA-28, а также сделали несколько точечных покупок в российских корпоративных бумагах невысокой дюрации. Кроме того, была увеличена доля в выпуске ARMEN-31. Спред этого выпуска к суверенным бумагам Грузии нам представляется неоправданно высоким.

В портфеле стратегии ДУ «Еврооблигации» и в фонде «Открытие – Облигации» мы не совершали сделок на этой неделе.

Результаты наших активных публичных портфелей

- ОПИФ «Открытие – Глобальные инвестиции» с начала 2021 г. вырос на +16,28%, а за 1 год (30.06.2020-30.06.2021) – на +57,17%. За 1 год, и за 3 года этот фонд сохраняет [1-е место](#) по доходности среди всех смешанных фондов;
- ОПИФ «Открытие – Акции» по итогам полугодия вырос на +16,01%. За год (30.06.2020-30.06.2021) наш флагманский фонд акций на российском рынке вырос на +43,64%;
- ОПИФ «Открытие – Лидеры инноваций» с начала года вырос на +15,03%, а за 1 год (30.06.2020-30.06.2021) – на +68,26%. За 1 год этот фонд занимает [1-е место](#) по доходности среди всех фондов с активами более 1 млрд руб., а за 3 года – [абсолютное первое место](#) по доходности среди всех российских фондов;
- ОПИФ «Открытие – Облигации» на конец июня снизился на -0,54% с начала года. Снижение стоимости пая было обусловлено ростом доходностей на рынке рублевых облигаций, и представляет собой привлекательную точку входа для новых пайщиков. За год (30.06.2020-30.06.2021) доходность фонда составила +1,94%;
- ОПИФ «Открытие – Еврооблигации» в рублях с начала года снизился на -0,62%, а в долларах США – вырос на 1,44%, что превышает годовые ставки по долларovým депозитам. За год (30.06.2020-30.06.2021) фонд вошел [в пятерку](#) лидеров по доходности среди всех фондов облигаций с активами более 1 млрд руб. (с результатом +11,62% в рублях), а за 3 года – в [тройку](#) лидеров среди таких фондов.

Доходность упомянутых в обзоре фондов на 30.06.2021 (в рублях)

ОПИФ	3 мес.	6 мес.	1 год	3 года
ОПИФ «Открытие — Лидеры инноваций»	2,82%	15,03%	68,26%	134,19%
ОПИФ «Открытие — Глобальные инвестиции»	2,28%	16,28%	57,17%	116,61%
ОПИФ «Открытие — Акции»	7,19%	16,01%	43,64%	78,52%
ОПИФ «Открытие — Еврооблигации»	-0,20%	-0,62%	11,62%	41,53%
ОПИФ «Открытие — Облигации»	0,26%	-0,54%	1,94%	21,29%

Дисклеймер

ООО УК «ОТКРЫТИЕ». Лицензия № 21-000-1-00048 от 11 апреля 2001 г. на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами, выданная ФКЦБ России, без ограничения срока действия. Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг №045-07524-001000 от 23 марта 2004 г. на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами, выданная ФКЦБ России, без ограничения срока действия. Результаты инвестирования в прошлом не определяют и не являются гарантией доходности инвестирования в будущем. ООО УК «ОТКРЫТИЕ» не гарантирует достижения ожидаемой доходности.

Прежде чем приобрести инвестиционный пай, следует внимательно ознакомиться с правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом. Стоимость инвестиционных паев может увеличиваться и уменьшаться, результаты инвестирования в прошлом не определяют доходы в будущем, государство не гарантирует доходность инвестиций в паевые инвестиционные фонды. Взимание надбавок (скидок) уменьшит доходность инвестиций в инвестиционные паи паевого инвестиционного фонда.

Информация о всех расходах и комиссиях приведена в договоре доверительного управления. До заключения договора ознакомиться с правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом, условиями управления активами, декларациями о рисках, получить сведения о лице, осуществляющем управление активами, и иную информацию, которая должна быть предоставлена в соответствии с федеральным законом и иными нормативными правовыми актами Российской Федерации можно по адресу: Российская Федерация, 115114, г. Москва, ул. Кожевническая, д. 14, стр. 5, по телефону: 8 800 500-78-25 (бесплатный звонок по России), на странице в сети Интернет www.open-am.ru. Информация об агентах, оказывающих услуги по приему заявок паевых инвестиционных фондов, размещена на сайте в сети Интернет <https://www.open-am.ru/ru/feedback/agents/>

Правила доверительного управления ОПИФ рыночных финансовых инструментов «Открытие — Акции» зарегистрированы ФКЦБ России 17.12.2003 №0164-70287842; Правила доверительного управления ОПИФ рыночных финансовых инструментов «Открытие — Облигации» зарегистрированы ФКЦБ России 17.12.2003 №0165-70287767; Правила доверительного управления ОПИФ рыночных финансовых инструментов «Открытие — Лидеры инноваций» зарегистрированы ФСФР России 16.04.2013 №2586; Правила доверительного управления ОПИФ рыночных финансовых инструментов «Открытие — Еврооблигации» зарегистрированы ФСФР России 08.12.2011 №2275; Правила доверительного управления ОПИФ рыночных финансовых инструментов «Открытие — Золото» зарегистрированы ФСФР России 08.12.2011 №2277; Правила доверительного управления ОПИФ рыночных финансовых инструментов «Открытие — Глобальные инвестиции» зарегистрированы Банком России 29.10.2015 №3059; Правила доверительного управления БПИФ рыночных финансовых инструментов «Открытие — Всепогодный» зарегистрированы Банком России 27.08.2020 за №4147; Правила доверительного управления ОПИФ рыночных финансовых инструментов «Открытие — Сбалансированный» зарегистрированы Банком России 24.12.2020 за №4243; Правила доверительного управления БПИФ рыночных финансовых инструментов «Открытие — Акции США» зарегистрированы Банком России 05.07.2021 за №4491.

Размещенная информация носит исключительно информативный характер, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, гарантией и/или обещанием эффективности деятельности (доходности вложений) в будущем, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). Определение соответствия финансового инструмента либо операции Вашим интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является Вашей задачей. ООО УК «ОТКРЫТИЕ» не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данной информации, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.