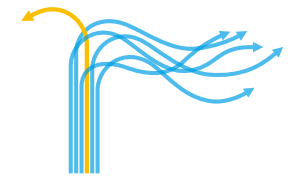




Veränderungen im geldpolitischen Umfeld bilden den Hintergrund für 2022 – ein Jahr des Wandels

William Davies, Deputy Global CIO

- 2022 wird im Zeichen eines Rollenwechsels in der Geldpolitik stehen: Krisenunterstützung, Konjunkturanreize und Ausgaben werden dabei ersetzt durch Erholung, Wiederherstellung, weniger Fiskalunterstützung sowie eine Rückkehr zur „Normalität“
 - Wir bleiben bei unserer Auffassung, dass der Preisauftrieb im Laufe des nächsten Jahres wieder nachlassen wird
 - Nach unserer Überzeugung werden die Lieferkettenprobleme 2022 weiter abnehmen, wobei es aber durchaus noch bis zur zweiten Jahreshälfte dauern könnte, ehe die positiven Auswirkungen hiervon zu spüren sind
 - Die fortdauernde Wiedereröffnung der Wirtschaft (und ein Umfeld überdurchschnittlichen BIP-Wachstums) eröffnet Chancen für eine zyklische Outperformance, insbesondere im ersten Halbjahr. Aber auch hier werden sich die Gewinner und Verlierer ungleich verteilen, was Gelegenheiten für aktive Anleger schafft
- Die Veränderungen kommen, ob es uns nun gefällt oder nicht. In dieser Welt der wirtschaftlichen Wiederherstellung, der wir nun entgegensehen, müssen Märkte und Anleger die Auswirkungen einer geringeren fiskalischen Unterstützung berücksichtigen
 - Als aktive Fondsmanager sind wir gut aufgestellt, um in dieser sich wandelnden Welt erfolgreich zu agieren. Unsere Expertise gepaart mit unserer Kultur der Zusammenarbeit und dem Fokus auf Researchintensität ermöglicht es uns, langfristig attraktive Renditen zu erwirtschaften. Dies wird auch 2022 so bleiben



Einleitung

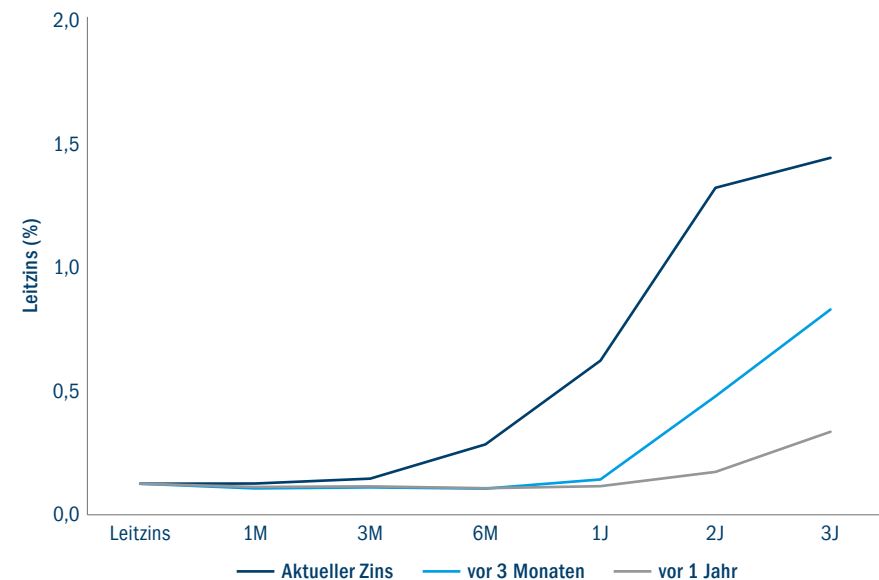
Die Zinsen befinden sich aufgrund der massiven geldpolitischen Stimulationsmaßnahmen, die als Folge der globalen Finanzkrise ergriffen wurden, nun bereits seit über einem Jahrzehnt auf historischen Tiefständen. 2022 sollte sich das nun ändern. Auf dem Weg zur wirtschaftlichen Erholung nach der Covid-19-Pandemie erinnert uns jetzt aber die Omikron-Variante einmal mehr daran, dass dieser Weg nicht leicht sein wird. Das kommende Jahr wird im Zeichen eines Rollenwechsels in der Geldpolitik stehen: Krisenunterstützung, Konjunkturanreize und Ausgaben werden dabei ersetzt durch Erholung, Wiederherstellung, weniger Fiskalunterstützung sowie eine Rückkehr zur „Normalität“. Politische Kompromisse werden entscheidend sein – nicht zuletzt in den USA –, damit die Regierungen diesen Wandel bewältigen können. Mit der endenden Unterstützung für die Vermögenspreise wird aktives Management – sprich die Identifizierung von Unternehmen, die aufgrund ihrer dauerhaften Qualitäten gut gegen Marktschwankungen gewappnet sind – im neuen Jahr zu einem wesentlichen Erfolgsfaktor für die Geldanlage.

Inflation: Keine Zeit für Panik

Im früheren Jahresverlauf 2021 prognostizierten wir, dass die Wiedereröffnung der Wirtschaft („Reopening Trade“) – gepaart mit Problemen bei den Lieferketten – zu einem vorübergehenden Anstieg der Inflation führen würde, was sich bewahrheitet hat. Diese vorübergehende Phase hält zwar nun länger an als erwartet, dennoch bleiben wir bei unserer Auffassung, dass der Preisauftrieb im Laufe des nächsten Jahres wieder nachlassen wird.

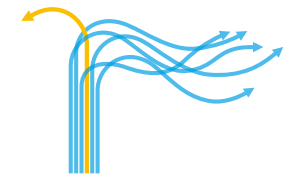
Dabei ist es von Vorteil, dass sich die Zentralbanken vom Inflationsdruck weiterhin größtenteils unbeeindruckt zeigen. So zeigt sich beispielsweise die US-Notenbank Fed nicht übermäßig besorgt über die höhere und sich hartnäckig haltende US-Inflation, die in früheren Zyklen als große Belastung wahrgenommen worden wäre. Auch die Anleger und Märkte zeigen sich relativ zuversichtlich. Die Aktienmärkte befinden sich auf Höchstständen, teilweise beflügelt von einer starken M&A-Tätigkeit (insbesondere in Großbritannien). Gleichzeitig war es zuletzt auch interessant zu beobachten, wie sich die Renditekurve versteilert und wieder abflacht, ohne dabei die Besorgnis auszulösen, die eigentlich zu erwarten wäre. Dies steht in deutlichem Gegensatz zu den Jahren 2013 und 2018, als die damaligen Diskussionen über Veränderungen in der Geldpolitik zu negativen Marktreaktionen – nicht zuletzt dem Ausverkauf bei Anleihen („Taper Tantrum“) – führten. Jetzt gibt sich der Markt gelassener, nachdem er schon so lange auf Klarheit gewartet hat. Dies stimmt uns zuversichtlicher für 2022, auch wenn dann das Marktumfeld von einer Wachstumsverlangsamung geprägt sein dürfte.

Abb. 1: US-Zinserwartungen und Historie



Quelle: Bloomberg, Columbia Threadneedle Investments, Stand: 8. November 2021.





Ein Grund, warum wir glauben, dass die Inflation 2022 schließlich wieder sinken wird, sind die Verbesserungen in der Lieferkette. Egal, ob man Covid oder anderen strukturellen und politischen Faktoren (vor allem in Europa) die Schuld geben will – viele von uns haben das Ausmaß der Auswirkungen, die Störungen der Lieferkette auf den Unternehmenssektor haben könnten, unterschätzt. Nimmt dann noch die übermäßige Nachfrage ab, verbleibt in einigen Bereichen – vorneweg Automobile und Halbleiter – das Risiko einer bestandsbedingten Rezession, da Produzenten, die das Auftragsniveau während der Pandemie unterschätzten, ihre Lager leer geräumt haben, um die Auftragsflut bewältigen zu können. Den jüngsten Schätzungen von Branchenanalysten zufolge soll der Halbleitermangel sogar noch bis in das Jahr 2023 hinein anhalten.



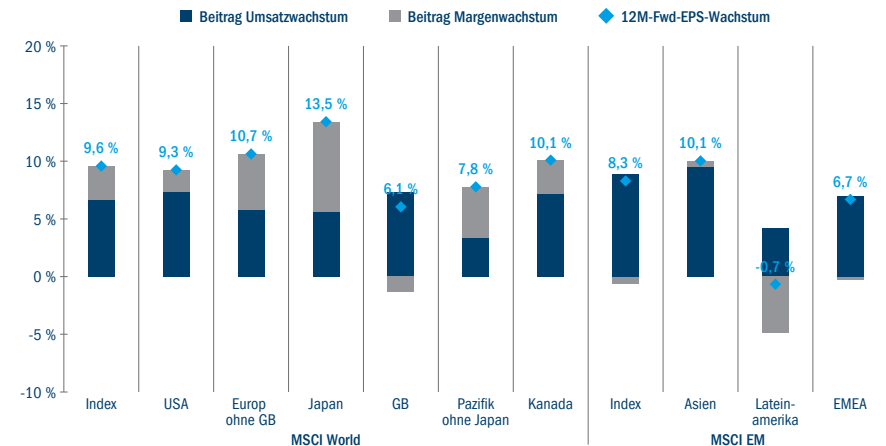
Trotz der anhaltenden Probleme durch Störungen an den Verkehrsknotenpunkten und des Mangels an Arbeitskräften haben wir jüngst Anzeichen für eine Verbesserung gesehen.

Aber trotz der anhaltenden Herausforderung durch Unterbrechungen entlang der Verkehrsknotenpunkte und fehlende Arbeitskräfte konnten wir jüngst Anzeichen für eine Verbesserung beobachten. In einigen Sektoren, insbesondere dem Einzelhandel, profitieren die Unternehmen nach wie vor von weniger konzentrierten und agileren Lieferketten, während sich Hersteller, Transporteure und Händler nach Kräften bemühen, den 2021 verlorenen Boden angesichts der stetigen Verbrauchernachfrage wieder gutzumachen. Nach unserer Überzeugung werden die Lieferkettenprobleme 2022 weiter abnehmen. Allerdings könnte es durchaus noch bis zur zweiten Jahreshälfte dauern, ehe die positiven Auswirkungen hiervon zu spüren sind.

Qualität wird sich durchsetzen

Die gute Gewinnerholung in diesem Jahr spiegelt ein relativ solides Bilanzmanagement der Unternehmen wider, mit strikteren Kostenkontrollen und einer strengen Disziplin bei Dividenden und Aktienrückkäufen. Das Reopening und die anhaltende Erholung der Nachfrage haben den freien Cashflow steigen lassen, den die Unternehmen nun zur Schuldenreduktion einsetzen können.

Abb. 2: Erwartungen für das 12-Monats-Forward-Gewinnwachstum pro Aktie weltweit

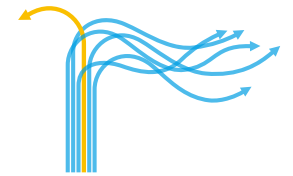


Quelle: Datastream/IBES, September 2021.

Doch angesichts von Lieferkettenengpässen und der anhaltenden Inflation dürfte es für Unternehmen zumindest kurzfristig schwieriger werden, die Prognosen so wie 2021 zu übertreffen. Wir erwarten deshalb, dass die Unternehmensgewinne im nächsten Jahr wieder wie gewohnt eher enttäuschend ausfallen werden, anstatt weiter positiv zu überraschen.

Wenn sich in früheren Zyklen die Renditekurve abflachte, suchten die Anleger wegen der Auswirkungen auf Aktien immer nach Qualitätsunternehmen, die einem drohenden Zinsschock standhalten könnten. Nun, da der Jahreswechsel 2022 bevorsteht, konnten wir beobachten, wie die Renditekurve sich versteilerte, abflachte und dann wieder kurvenübergreifend angestiegen ist. Das hat zu einem gemischteren Bild der Faktoren geführt, von denen der Markt gerade geleitet wird. Kurzfristig dürfte sich daran meines Erachtens nichts ändern, außer dass einige Bereiche, die sich in jüngerer Zeit überdurchschnittlich entwickelt haben, unter Druck geraten könnten. Ich denke dabei beispielsweise an „Meme-Aktien“, Aktien also, die von Kleinanlegern in sozialen Medien stark beworben werden.





Die von uns bevorzugten Qualitätsunternehmen mit soliden Bilanzen und Wettbewerbsvorteilen haben bessere Chancen, auch volatile Phasen zu überstehen.

Festverzinsliche Wertpapiere

Im Jahr 2021 kehrten die Anleger in Scharen an den Anleihenmarkt zurück. Dabei ritten sie auf der Liquiditätswelle, die die meisten risikoreicheren Anlagen attraktiver machte. Dadurch sind aber die Bewertungen auf ein hohes Niveau gestiegen. Außerdem betrachten wir Anlagen, die weniger liquide als andere sind, mit Skepsis. Global betrachtet gehören dazu strukturierte Kredite und Kommunalanleihen. Da passive Produkte Indizes nachbilden, die viele überschuldete Unternehmen enthalten, glauben wir, dass ein aktiver Ansatz 2022 Früchte tragen wird.

Wir gehen davon aus, dass die Inflation länger anhalten wird und die Konjunkturimpulse allmählich zurückgefahren werden. Daher ist zu erwarten, dass die Anleihenrenditen im nächsten Jahr steigen, was keine fantastischen Aussichten sind. Nun treten die Unternehmen jedoch wieder in eine traditionellere Expansionsphase des Konjunkturzyklus ein. Unser aktiver, zielgerichteter Ansatz, bei dem wir uns auf Unternehmen konzentrieren, die ihre Bilanzen stärken, dabei gleichzeitig von einer solideren finanziellen Situation der Verbraucher profitieren und zudem eine „intelligente“ Fokussierung auf das Kostenmanagement an den Tag legen, wird daher 2022 zu besseren Ergebnissen führen. In letzter Zeit konnten wir sehen, dass sich die Spreads am unteren Ende des Bonitätsspektrums teilweise stärker ausgeweitet haben als im Investment-Grade-Universum, was bei einem Abschwung zu erwarten wäre. Sollte sich dieser Trend fortsetzen, könnten uns als erstklassig eingestufte Titel attraktiver erscheinen als Hochzinsanleihen, obwohl unser Interesse an „Rising Stars“, also an Anleihen, die in das Investment-Grade-Segment hochgestuft werden, generell bestehen bleibt. Sollte schließlich ein Abschwung stärker ausfallen als von uns angenommen, würden wir wieder mit mehr Unterstützung für Staatsanleihen rechnen.



Ich erwarte im Laufe des Jahres größere Schwankungen bei den Aktienergebnissen, und dieses Umfeld wird Chancen für aktive Anleger bieten.

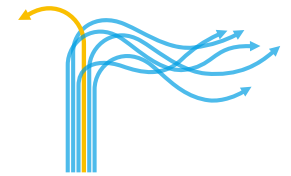
Aktien

Für Unternehmen wird es zumindest kurzfristig schwieriger werden, die Prognosen so deutlich zu übertreffen wie 2021. Tatsächlich rechne ich über das Jahr 2022 hinweg mit größeren Performanceunterschieden bei Aktien, und dies wiederum dürfte aktiven Anlegern gute Chancen bieten. Die fortdauernde Wiedereröffnung der Wirtschaft (und ein Umfeld überdurchschnittlichen BIP-Wachstums) dürfte insbesondere im ersten Halbjahr Chancen für eine zyklische Outperformance eröffnen, wobei aber auch hier sich die Gewinner und Verlierer ungleich verteilen werden. Wie bereits erwähnt, zeichnet sich Qualität bei Unternehmen für uns durch solide Bilanzen, starke Wettbewerbsvorteile und einen soliden Nachhaltigkeitsbeitrag aus. Unabhängig von der Region gehen wir davon aus, dass diese Unternehmen 2022 jegliche Konjunkturflaute oder Volatilität erfolgreich überstehen werden.

Regionen

Mit Blick auf die Regionen ist festzustellen, dass viele Anleger dieses Jahr China wegen der Verhängung äußerst strenger Regulierungsmaßnahmen, über die umfassend berichtet wurde, sowie wegen der Turbulenzen im dortigen Immobilienmarkt dieses Jahr den Rücken gekehrt haben. Ich kann die Sorgen um die Regulierung in China durchaus nachvollziehen, ganz zu schweigen von den lokalen Ausbrüchen der Delta-Variante des Coronavirus, den extremen Wetterereignissen im Land, die die Nahrungsmittelerzeugung und -versorgung beeinträchtigen, und der Wachstumsverlangsamung. Doch China hat sich als erstes Land von Covid erholt und das mit einem strikteren geldpolitischen Rahmen als andere Regionen. Das Wachstum der chinesischen Wirtschaft gibt zwar erheblichen Anlass zur Sorge, doch meiner Meinung nach erhöht sich dadurch auch die Wahrscheinlichkeit, dass die chinesischen Behörden 2022 stimulierend eingreifen werden. Also ist meine Einschätzung neutral. In China (und im übrigen Schwellenländeruniversum) bieten sich Anlagechancen, aber es bedarf hier eher der Fundamentalanalyse mit einem Bottom-up-Ansatz, um Portfolios Unternehmen für Unternehmen aufzubauen, als einer thematischen Herangehensweise.





In Japan stellt sich Premierminister Fumio Kishida nicht so wie sein Vorgänger Abe als positiver Impulsgeber dar. Ohne diese politische Energie und die Erwartung einer bedeutenden Veränderung hat Japan für uns als Anleger an Attraktivität verloren, auch wenn die jüngsten Lieferkettenoptimierungen der industrielastigen japanischen Wirtschaft helfen werden. Davon abgesehen mangelt es uns als aktiven Anlegern nicht an Gelegenheiten, zumal im japanischen Markt oft mehr Breite steckt, als wir es ihm zutrauen. Dies gilt nicht zuletzt für den Technologie- und den Dienstleistungssektor. Letzteres ist wegen Covid zwar ungewöhnlich, doch gibt es laufende Initiativen zur Produktivitätssteigerung, die wiederum für uns Anlagechancen zutage fördern.

Die britische Finanzbranche ist üblicherweise zu rund 60 % in sterlingbasierten Anlagen investiert. Zuletzt aber haben heimische Investoren für risikobereinigte Renditen ihren Blick auch verstärkt ins Ausland gerichtet. Diese Entscheidung ist insofern richtig, als sich der britische Aktienmarkt in letzter Zeit notorisch unterdurchschnittlich entwickelt hat und nach wie vor unter geringeren Kapitalzuflüssen leidet. Unternehmen mit hohen Barreserven sind die Kapitalflüsse jedoch ziemlich egal. Für sie ist es wichtig, günstige und unterbewertete Vermögenswerte zu finden, die sie kaufen können – und davon gibt es in Großbritannien reichlich. Es ist möglich, dass die Rolle, die der Brexit für die britische und europäische Wirtschaft spielt, überbewertet wird. Fest steht aber, dass Großbritannien als Volkswirtschaft nicht mehr so offen ist wie vor fünf Jahren. Dies wird weiterhin ein Faktor bleiben, der zugleich Chancen und Herausforderungen schafft.

Für Europa erwarten wir ein starkes Wachstum, das allerdings mit Lieferkettenschocks einhergehen könnte, wie der Mangel an Lkw-Fahrern und die fehlenden Arbeitskräfte bereits andeuten. Diese Faktoren dürften zu einer unerwartet hohen Inflation und einer Reduzierung der Konjunkturmaßnahmen führen. Auch weht der Wind der Veränderung in der Region: In Deutschland bleibt Angela Merkel sehr präsent, das Ende ihrer Amtszeit steht aber bevor.

Eine Regierung unter Olaf Scholz von der SPD zusammen mit den Grünen und der FDP könnte für Deutschland mehr Unbeständigkeit und eine verstärkte Neigung zu Konjunkturaneizen bedeuten. Im April steht außerdem eine Präsidentschaftswahl in Frankreich an, und bekanntlich sind die Ergebnisse französischer Wahlen nur schwer zu prognostizieren. Diese Ereignisse werden den Markt beeinflussen; in welchem Umfang sie dies tun, ist allerdings schwierig abzuschätzen.

Fazit

2022 wird ein Jahr des Wandels sein. Wir haben seit geraumer Zeit ein von fiskal- und geldpolitischen Konjunkturaneizen geprägtes Umfeld. Wenn der Geldhahn offen bleibt, kümmert es die Anleger nicht, wie viel Regierungen und Zentralbanken ausgeben oder wie groß ein nationales Defizit ist. Aber die Veränderungen kommen, ob es uns nun gefällt oder nicht. In dieser Welt der wirtschaftlichen Wiederherstellung, der wir nun entgegensehen, müssen Märkte und Anleger die Auswirkungen einer geringeren fiskalischen Unterstützung berücksichtigen.

Als aktive Fondsmanager sind wir gut aufgestellt, um in dieser sich wandelnden Welt erfolgreich zu agieren. Über 650 Investmentexperten, die globale Einschätzungen zu allen wichtigen Anlageklassen und Märkten austauschen, bieten hierbei eine vielfältige Expertise. Diese Expertise gepaart mit unserer Kultur der Zusammenarbeit und einem Fokus auf Researchintensität hat es uns stets ermöglicht, langfristig attraktive Renditen zu erwirtschaften. Daran wird sich auch 2022 nichts ändern.



Der Wandel kommt, so unerwünscht er auch sein mag, und wir stehen vor einer Welt der wirtschaftlichen Reparatur.



Weitere Informationen finden Sie auf
columbiathreadneedle.com



Wichtige Informationen:

Nur für professionelle Kunden und/oder entsprechende Investorentypen in Ihrem Rechtsgebiet (nicht für Privatkunden zu verwenden oder an diese weiterzugeben). Dies ist ein Werbedokument.

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und sollte nicht als für eine bestimmte Anlage repräsentativ eingestuft werden. Es stellt kein Angebot und auch keine Aufforderung zur Zeichnung oder zum Verkauf von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten dar, noch gilt es als Anlageberatung oder sonstige Leistung. **Anlagen sind mit Risiken verbunden, darunter auch das Risiko des Verlusts des eingesetzten Kapitals. Ihr Kapital ist nicht geschützt.** Das Marktrisiko kann einen einzelnen Emittenten, einen Wirtschaftssektor, einen Industriezweig oder den gesamten Markt betreffen. Der Wert der Anlagen ist nicht garantiert. Deshalb erhält ein Anleger unter Umständen den ursprünglich angelegten Betrag nicht zurück. **Internationale Anlagen** bergen bestimmte Risiken und können aufgrund möglicher Veränderungen der politischen oder wirtschaftlichen Verhältnisse oder wegen Währungsschwankungen sowie unterschiedlicher Finanz- und Bilanzierungsstandards volatil sein. **Die hierin aufgeführten Wertpapiere dienen nur zur Veranschaulichung, können sich ändern und sollten nicht als Kauf- oder Verkaufsempfehlung verstanden werden. Die genannten Wertpapiere können sich als rentabel oder unrentabel erweisen.** Die Meinungsäußerungen entsprechen dem Stand am genannten Datum, können sich bei einer Veränderung der Markt- oder sonstigen Bedingungen ändern und können von den Meinungsäußerungen anderer verbundener Unternehmen oder Tochtergesellschaften von Columbia Threadneedle Investments (Columbia Threadneedle) abweichen. Die tatsächlichen Anlagen oder Anlageentscheidungen von Columbia Threadneedle und seinen Tochtergesellschaften, ob sie nun für die eigene Anlageverwaltungstätigkeit oder im Namen von Kunden getätigt werden, spiegeln die hierin ausgedrückten Meinungsäußerungen nicht notwendigerweise wider. Diese Informationen stellen keine Anlageberatung dar und berücksichtigen die persönlichen Umstände eines Anlegers nicht. Anlageentscheidungen sollten immer auf Grundlage der konkreten finanziellen Bedürfnisse, der Ziele, des zeitlichen Horizonts und der Risikobereitschaft eines Anlegers getroffen werden. Die beschriebenen Anlageklassen eignen sich möglicherweise nicht für alle Anleger. **Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Ergebnisse und keine Prognose sollte als Garantie angesehen werden.** Informationen und Einschätzungen, die von Dritten bezogen wurden, werden zwar als glaubwürdig angesehen, für ihren Wahrheitsgehalt und ihre Vollständigkeit kann jedoch keine Garantie übernommen werden. Dieses Dokument und sein Inhalt wurden von keiner Aufsichtsbehörde überprüft.

Für Australien gilt: Herausgegeben von Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited [„TIS“], ARBN 600 027 414. TIS ist von der Auflage befreit, eine australische Finanzdienstleisterlizenz gemäß dem Corporations Act zu besitzen, und stützt sich bei der Vermarktung und Erbringung von Finanzdienstleistungen für australische Wholesale-Kunden im Sinne von Section 761G des Corporations Act 2001 auf Class Order 03/1102. TIS wird in Singapur (Registernummer: 201101559W) von der Monetary Authority of Singapore gemäß dem Securities and Futures Act (Chapter 289) reguliert, der von australischem Recht abweicht.

Für Singapur gilt: Herausgegeben von Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited, 3 Killiney Road, #07-07, Winsland House 1, Singapore 239519, die in Singapur der Aufsicht der Monetary Authority of Singapore gemäß dem Securities and Futures Act (Chapter 289) untersteht. Registernummer: 201101559W. Dieses Dokument wurde nicht von der Monetary Authority of Singapore geprüft.

Für Hongkong gilt: Herausgegeben von Threadneedle Portfolio Services Hong Kong Limited 天利投資管理香港有限公司. Unit 3004, Two Exchange Square, 8 Connaught Place, Hongkong, die von der Securities and Futures Commission („SFC“) zur Durchführung regulierter Aktivitäten (Typ 1) zugelassen ist (CE:AQA779). Eingetragen in Hongkong gemäß der Companies Ordinance (Chapter 622), Nr. 1173058.

Für das Vereinigte Königreich gilt: Herausgegeben von Threadneedle Asset Management Limited, eingetragen in England und Wales unter der Registernummer 573204. Eingetragener Firmensitz: Cannon Place, 78 Cannon Street, London EC4N 6AG, GB. Im Vereinigten Königreich zugelassen und reguliert von der Financial Conduct Authority.

Für den EWR gilt: Herausgegeben von Threadneedle Management Luxembourg S.A. Eingetragen im Registre de Commerce et des Sociétés (Luxembourg) unter der Registernummer B 110242. Eingetragener Firmensitz: 44, rue de la Vallée, L-2661 Luxemburg, Großherzogtum Luxemburg.

Für den Nahen Osten gilt: Dieses Dokument wird von Columbia Threadneedle Investments (ME) Limited verbreitet, die der Aufsicht der Dubai Financial Services Authority (DFSA) untersteht. Dieses Dokument dient dazu, Vertriebsstellen Informationen über die Produkte und Dienstleistungen der Gruppe bereitzustellen, und ist nicht zur Weitergabe bestimmt. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen keine Finanzberatung dar und sind ausschließlich für Personen mit entsprechenden Anlagekenntnissen bestimmt, welche die aufsichtsrechtlichen Kriterien für professionelle Anleger oder Marktkontrahenten erfüllen; andere Personen sollten nicht auf Grundlage dieser Informationen handeln.

Für die Schweiz gilt: Threadneedle Asset Management Limited, eingetragen in England und Wales unter der Registernummer 573204. Eingetragener Firmensitz: Cannon Place, 78 Cannon Street, London EC4N 6AG, GB. Im Vereinigten Königreich zugelassen und reguliert von der Financial Conduct Authority. Herausgegeben von Threadneedle Portfolio Services AG, eingetragener Firmensitz: Claridenstrasse 41, 8002 Zürich, Schweiz.

Columbia Threadneedle Investments ist der globale Markenname der Columbia- und Threadneedle-Unternehmensgruppe. columbiathreadneedle.com

Herausgegeben im Dezember 2021 | Gültig bis Juni 2022 | J32025 | 3936766