

## STRESZCZENIE

rozprawy doktorskiej

pod tytułem: Analiza i diagnoza wpływu działalności funduszy emerytalnych  
na rozwój rynku nieruchomości

Zarówno rynek funduszy emerytalnych jak i rynek nieruchomości posiadają szczególny charakter. W przypadku rynku funduszy emerytalnych wyraża się on w celu i misji powołania funduszy emerytalnych, jakim jest gromadzenie i pomnażanie środków finansowych przeznaczonych na świadczenia emerytalne obywateli. Cechą szczególną rynku nieruchomości jest intensywna ochrona własności nieruchomości, jaka udzielana jest temu prawu w większości państw świata.

Fundusze emerytalne są inwestorami, dla których typowymi inwestycjami są inwestycje długoterminowe. Tym samym są inwestorami szczególnie pożądanymi na rynku nieruchomości, potrzebującym stabilnego, długoterminowego kapitału niezbędnego do zrównoważenia i rozwoju rynku nieruchomości.

Publiczne systemy emerytalne, bez względu na poziom ekonomicznego rozwoju poszczególnych krajów, stoją w obliczu utraty możliwości zapewnienia odpowiedniego poziomu świadczeń emerytalnych, na rzecz ich obywateli. Fundusze emerytalne w coraz większym stopniu przejmują ciężar współodpowiedzialności za rozwiązanie tego problemu.

Wydaje się, iż działania na rzecz zabezpieczenia bytu osób, które z powodu wieku zakończyły karierę zawodową, wymagają wzmożenia społecznego i publicznego zaangażowania. Istnieją poważne wątpliwości co do właściwego, wobec stawianych celów, kreowania możliwości budowania i wykorzystywania finansowego potencjału funduszy emerytalnych. Klasycznym przykładem ograniczania tych możliwości są regulacje działalności inwestycyjnej funduszy emerytalnych na rynku nieruchomości.

Presja rosnących oczekiwań wobec funduszy emerytalnych, pod ciężarem problemów demograficznych i wzrastającej wewnętrznej nierównowagi systemów emerytalnych, zakłóca prawidłowe ich funkcjonowanie i właściwy osąd skutków ich działalności. Wzrost wiedzy na temat ich aktywności inwestycyjnej oraz aktualnych i możliwych interakcji z innymi obszarami gospodarki jest wartością sprzyjającą zachowaniu rzetelności w ocenie

ich działalności. Powiązanie funkcjonowania rynku funduszy emerytalnych i rynku nieruchomości z istotnymi oczekiwaniami społecznymi powoduje, iż wszelkie zjawiska zachodzące na tych rynkach zasługują na uważną analizę. Znaczenie tej problematyki, zarówno w kategoriach ekonomicznych jak i społecznych stanowiło motywację w wyborze tematu rozprawy.

Powszechna dysputa jaka toczy się wokół roli funduszy emerytalnych koncentruje się głównie na skuteczności z jaką realizują cel, dla którego zostały powołane, z jaką efektywnością i jak bezpiecznie akumulują aktywa na potrzeby przyszłych świadczeń emerytalnych ich uczestników. W zdecydowaniu mniejszym stopniu przedmiotem zainteresowania jest działalność funduszy emerytalnych w interakcji z wybranymi rynkami. Z tego względu – zdaniem autorki – poświęcenie uwagi interakcji pomiędzy funduszami emerytalnymi, a rynkiem nieruchomości stanowi element oryginalności rozprawy.

Strukturę rozprawy tworzy dziewięć rozdziałów, poprzedzonych wstępem i zamkniętym zakończeniem.

Rozdział 1. poświęcono analizie podstawowych czynników makroekonomicznych tworzących otoczenie zarówno sektora funduszy emerytalnych jak i rynku nieruchomości. Nakreślono podstawowe problemy, szanse i przeszkody kształtujące kierunki i poziom rozwoju obu tych obszarów. Rozdział ten stanowi wprowadzenie do analizy relacji pomiędzy sektorem funduszy emerytalnych a rynkiem nieruchomości. Przedstawiono w nim tematykę rozwoju gospodarczego, polityki społecznej, demografii i rodzaju specyficznych ryzyk jako podstawowych zagadnień związanych z charakterem i poziomem rozwoju sektora funduszy emerytalnych i rynku nieruchomości.

Rozdział 2. to opis pojęcia i podstawowych cech rynku nieruchomości. W jego rozwinięciu zostały wskazane cechy szczególne rynku nieruchomości oraz specyfika jego finansowania i prowadzonej na nim działalności inwestycyjnej. Nakreślono strukturę i opisane cechy szczególne poszczególnych kategorii sektora nieruchomości. Rozdział ten zamyka opis znaczenia rynku nieruchomości dla globalnej gospodarki oraz określenie potrzeb inwestycyjnych w zakresie infrastruktury mieszkaniowej, transportowej i drogowej.

Rozdział 3. poświęcony został charakterystyce sektora funduszy emerytalnych z wyeksponowaniem przede wszystkim aspektu ich działalności jako elementu systemu emerytalnego. W rozdziale tym scharakteryzowano także proces inwestycyjny funduszy

emerytalnych oraz stan ich rozwoju i poziom zaangażowania w inwestycje na rynku nieruchomości.

Rozdział 4. stanowi analizę polskiego sektora funduszy emerytalnych, zarys jego historii i aktualny stan rozwoju. W rozdziale tym opisano inwestycje polskich funduszy emerytalnych stanowiących przejaw ich obecności na rynku nieruchomości.

Rozdziały 5. do 9. prezentują metodologię i wyniki badania oraz diagnozę interakcji rynku nieruchomości i sektora funduszy emerytalnych.

Metodologii badania poświęcono głównie rozdział 5.. Zaprezentowano w nim wybór zmiennych i źródeł danych statystycznych, właściwych dla realizacji postawionych celów badawczych. W niezbędnym zakresie przedstawiono metody badawcze wykorzystane dla weryfikacji postawionej hipotezy.

Rozdział 6. przedstawia wynik analizy stanu i struktury inwestycji funduszy emerytalnych na rynku nieruchomości oraz ocenę potencjału inwestycyjnego funduszy emerytalnych, w relacji do wielkości PKB badanych krajów.

Rozdział 7. zawiera analizę dynamiki poziomu zaangażowania funduszy emerytalnych na rynku nieruchomości oraz opis interakcji obu rynków, który został połączony z oceną wpływu jaki rynek nieruchomości i rynek funduszy emerytalnych wywierają na siebie wzajemnie.

Rozdział 8. stanowi analizę i diagnozę warunków inwestowania na rynku nieruchomości, rynku akcji oraz rynku długoterminowych skarbowych papierów wartościowych. W rozdziale tym dokonano także weryfikacji argumentu o antyinflacyjnym charakterze inwestycji na rynku nieruchomości.

W rozdziale 9. przedstawiono wyniki badania statystycznego, opartego o kwestionariusz.

Głównym celem badawczym rozprawy było zdiagnozowanie rzeczywistego i potencjalnego wpływu funduszy emerytalnych na rynek nieruchomości.

Dla realizacji sformułowanego celu głównego postawiono następującą hipotezę:

Fundusze emerytalne są kluczowymi inwestorami instytucjonalnymi i jako takie mogą mieć odpowiadający ich roli wpływ na rynek nieruchomości.

Realizując cel pracy i weryfikując hipotezę badawczą zrealizowano wiele zadań badawczych:

- 1) określono główne czynniki makroekonomiczne kształtujące sektor funduszy emerytalnych i rynek nieruchomości,
- 2) określono charakter działalności funduszy emerytalnych,
- 3) określono cechy charakterystyczne, zasady funkcjonowania i strukturę rynku nieruchomości,
- 4) zbadano zasady i rozmiar działalności inwestycyjnej funduszy emerytalnych,
- 5) zbadano dynamikę wartości i udziału w portfelu inwestycyjnym funduszy emerytalnych inwestycji na rynku nieruchomości,
- 6) zbadano dynamikę poziomu cen na rynku nieruchomości, na rynku akcji i rynku długoterminowych papierów wartościowych o wysokim poziomie bezpieczeństwa,
- 7) zbadano poziom atrakcyjności poszczególnych rynków dla funduszy emerytalnych jako inwestorów instytucjonalnych,
- 8) zbadano powiązania pomiędzy analizowanymi rynkami,
- 9) zbadano rozmiar potrzeb inwestycyjnych rynków nieruchomości i potencjał inwestycyjny funduszy emerytalnych.

Badanie, przeprowadzono dla wybranych krajów o różnym stopniu dojrzałości rynków nieruchomości, różnym poziomie rozwoju gospodarczego, oraz różnej transparentności rynków nieruchomości. Dokonując wyboru krajów uwzględniono także ich zróżnicowanie regionalne. Według tych założeń wybrano następujące kraje.

W grupie krajów rozwiniętych:

należące do krajów wysoce transparentnych:

- 1) z regionu Ameryki: Stany Zjednoczone i Kanadę,
- 2) z regionu Europy: Niemcy, Wielką Brytanię,

oraz należące do grupy krajów transparentnych:

- 1) z regionu Azji: Australię,
- 2) z regionu Europy: Włochy, Szwajcarię.

Z grupy krajów rozwijających się wybrano, należące równocześnie do grupy krajów transparentnych: Polskę, Węgry, Czechy i Słowację.

Dla analizy rynków krajów rozwijających się przyjęto dane w krótszych szeregach czasowych (począwszy od 2010 r.). Rynki rozwijające się reprezentują niższy poziom transparentności i ograniczony dostęp do informacji, skutkujące brakiem jednolitych

danych. Ponadto dynamika procesów zachodzących na tych rynkach jest tak duża, iż rodzi ryzyko utraty porównywalności danych.

Okresy badawcze dostosowano do charakteru badanego zjawiska, dostępności danych, tak, aby możliwe były obserwacje zarówno w maksymalnie długich, jak i średnich okresach badawczych (1970–2015, 1970–1985, 1986–1996, 1997–2007, 2008–2015, 2010–2015). W zależności od potrzeb w zakresie ilości obserwacji wykorzystywano dane z okresów rocznych lub kwartalnych. Dla uzyskania porównywalności danych dla poszczególnych rynków określono indeksy cenowe bazujące na walutach lokalnych.

Przedmiotem analizy i diagnozy wpływu działalności funduszy emerytalnych na rynek nieruchomości, była przede wszystkim ich rola jako inwestora na tym rynku. Wymiar tej aktywności wyraża się w wartości aktywów tego sektora, zaangażowanych na rynku nieruchomości.

Dla oceny znaczenia tych inwestycji dla gospodarek badanych krajów dokonano analizy historycznego i potencjalnego ich rozmiaru w porównaniu do PKB.

Analiza ta wykazała, iż największe znaczenie dla gospodarki, w tym rynku nieruchomości danego kraju, mają inwestycje funduszy emerytalnych Szwajcarii, następnie Kanady, Australii, Wielkiej Brytanii, Stanów Zjednoczonych, Niemiec, Włoch, oraz w równym stopniu Czech i Węgier. Fundusze emerytalne Polski i Słowacji w ogóle nie inwestują bezpośrednio w nieruchomości, a dane o poziomie inwestycji pośrednich nie pozwalają na prowadzenie analiz porównawczych.

Największym potencjałem inwestycji na rynku nieruchomości, rozumianym jako % PKB, któremu odpowiadałyby inwestycje, przy zaangażowaniu w te lokaty co najmniej 10% aktywów, dysponują fundusze emerytalne Szwajcarii, a następnie Wielkiej Brytanii, Australii, Stanów Zjednoczonych, Kanady, w równym stopniu Niemiec i Czech, następnie Włoch, i Słowacji, Polski, i Węgier.

Największą różnicę pomiędzy poziomem inwestycji w nieruchomości funduszy emerytalnych a potencjałem tych inwestycji reprezentuje rynek Wielkiej Brytanii, a następnie Szwajcarii, Stanów Zjednoczonych, Australii, Kanady, Węgier (ocena dla rynku Węgier według stanu z 2009 r.), Czech, Słowacji, Włoch, Niemiec i Polski.

Wzrost zaangażowania funduszy emerytalnych w inwestycje w nieruchomości wpłynąłby w następujący sposób na poziom istotności tych inwestycji dla gospodarek poszczególnych krajów:

Inwestycje w nieruchomości funduszy emerytalnych Wielkiej Brytanii i Stanów Zjednoczonych, gdyby angażowały 5% aktywów, byłyby istotne dla gospodarek tych krajów, a gdyby angażowały 10% aktywów – byłyby bardzo istotne. Inwestycje w nieruchomości funduszy emerytalnych Australii i Kanady podniosłyby aktualny poziom istotności (aktualnie są istotne), stając się bardzo istotne, przy zaangażowaniu 10% aktywów. Inwestycje w nieruchomości funduszy emerytalnych Niemiec, Włoch, Czech, Słowacji, kwalifikowałyby się do inwestycji o umiarkowanej istotności dopiero na poziomie zaangażowania 20% ich aktywów.

Inwestycje w nieruchomości funduszy emerytalnych Węgier i Polski nie zmieniłyby charakteru mało istotnych, nawet przy zaangażowaniu w inwestycje w nieruchomości 20% ich aktywów. Ocena ta nie uzasadnia rezygnacji z dążenia do wzrostu zaangażowania funduszy emerytalnych tych krajów w inwestycje na rynku nieruchomości. Znaczenie tych inwestycji zależy również od relacji pomiędzy ich potencjałem, a poziomem potrzeb rynku nieruchomości danego kraju.

Analiza dynamiki indeksów rynków nieruchomości poszczególnych krajów oraz rozmiaru i struktury inwestycji funduszy emerytalnych na rynkach nieruchomości wykazała, iż w większości badanych krajów rozwiniętych (71,43% badanych krajów z tej grupy), w Niemczech, Kanadzie, Szwajcarii, Stanach Zjednoczonych, Australii, wpływ działalności inwestycyjnej funduszy emerytalnych jako inwestora na rynku nieruchomości, wzrósł zarówno w średnim jak i długim horyzoncie inwestycyjnym, natomiast uległ ograniczeniu we Włoszech i w Wielkiej Brytanii. W grupie krajów rozwijających się, w okresie 2010–2015 r., uległ ograniczeniu w obu badanych krajach: w Czechach i na Węgrzech.

Spadek wpływu funduszy emerytalnych na rynek nieruchomości, miał miejsce przede wszystkim w grupie krajów rozwijających się, należących do krajów o transparentnym rynku nieruchomości. W krajach z tej grupy równocześnie maleje znaczenie rynku nieruchomości dla działalności inwestycyjnej funduszy emerytalnych.

Analizie poddano także wpływ rynku nieruchomości, na działalność funduszy emerytalnych, który realizuje się poprzez rozmiar udziału w aktywach funduszy inwestycji na rynku nieruchomości.

Wzrost udziału inwestycji na rynku nieruchomości w aktywach funduszy emerytalnych, w analizowanym czasie, miał miejsce w Kanadzie, Stanach Zjednoczonych, Australii

i Szwajcarii (57,14% badanych krajów z grupy krajów rozwijających się). W Niemczech, Wielkiej Brytanii, we Włoszech oraz na Węgrzech i w Czechach, wpływ rynku nieruchomości na działalność funduszy emerytalnych uległ ograniczeniu.

We wszystkich badanych krajach, raportujących strukturę inwestycji Collective Investment Schemes – CIS (tj. poza Australią, Węgrami, Czechami), zauważalnym był wzrost znaczenia w portfelu inwestycyjnym funduszy emerytalnych inwestycji pośrednich, przy równoczesnym ograniczaniu (za wyjątkiem Kanady) znaczenia inwestycji bezpośrednich. Rola funduszy emerytalnych na rynku nieruchomości ewoluowała z roli inwestora bezpośredniego do roli inwestora pośredniego.

Poddano także analizie przyczyny, od których mógł zależeć poziom zaangażowania aktywów funduszy emerytalnych na rynku nieruchomości. Od rodzaju tych przyczyn zależeć będzie także możliwość i kierunek zmian w przyszłości. Analiza ta polegała na porównaniu inwestycji na rynku nieruchomości, rynku akcji i rynku bezpiecznych instrumentów finansowych pod względem stóp zwrotu, poziomu ryzyka oraz dodatkowych czynników charakteryzujących proces inwestycyjny na tych rynkach.

Ponadto, dla określenia przyczyn istniejącej różnicy pomiędzy rzeczywistym, a możliwym rozmiarem inwestycji funduszy emerytalnych na rynku nieruchomości:

- dokonano weryfikacji argumentu o antyinflacyjnym charakterze inwestycji w nieruchomości, w długim i średnich horyzontach inwestycyjnych,
- dokonano weryfikacji argumentu o wysokim poziomie dywersyfikacji portfela inwestycyjnego z udziałem inwestycji w nieruchomości,
- przeprowadzono w środowisku osób opiniotwórczych sektora funduszy emerytalnych i rynku nieruchomości badanie statystyczne przy użyciu kwestionariusza. Celem tego badania było poznanie opinii osób posiadających wpływ na inwestowanie funduszy emerytalnych na temat atrakcyjności inwestowania na rynku nieruchomości.

Przeprowadzona wieloczynnikowa analiza atrakcyjności inwestycyjnej poszczególnych lokat poskutkowała wysoką oceną inwestycji na rynku nieruchomości wobec pozostałych badanych kategorii lokat, pod względem osiągniętej stopy zwrotu (zarówno średniej, maksymalnej i minimalnej), poziomu ryzyka inwestycyjnego i jego relacji wobec średniej stopy zwrotu, pod względem częstotliwości osiągnięcia wyników bliskich średniej stopie zwrotu i występowania skrajnych wartości stóp zwrotu.

Analiza antyinflacyjnego charakteru inwestycji w nieruchomości zakwestionowała bezwzględną słuszość poglądu o tym ich walorze. W okresie 1970–2Q2016 miały one charakter antyinflacyjny na rynkach badanych krajów rozwijających się. Jednakże nie miały takiego charakteru w okresie 1Q1970–4Q1985 r. na rynku nieruchomości Niemiec, w okresie 1Q1986–4Q1996 r. na rynku nieruchomości Szwajcarii, w okresie 1Q1997–4Q2007 r. na rynku nieruchomości Niemiec i Japonii, w okresie 1Q2008–2Q2016 r. na rynku nieruchomości Stanów Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii i Włoch, a w okresie 1Q2010–2Q2016 r., na rynku Włoch, Polski, Węgier i Słowacji.

Jak wynika z odpowiedzi udzielonych w kwestionariuszu, przekonanie o antyinflacyjnym charakterze inwestycji w nieruchomości nie jest tak powszechne jak w literaturze przedmiotu, a wydaje się być bardziej adekwatne do wyników przeprowadzonego badania. Antyinflacyjny charakter jako zaletę inwestycji na rynku nieruchomości wskazało 14% respondentów krajowych i 25% respondentów zagranicznych. Wyżej oceniono ich dywersyfikujący wpływ na portfel inwestycyjny i satysfakcjonującą stopę zwrotu.

Niekonsekwencją opinii respondentów, była z jednej strony bardzo wysoka ocena inwestycji na rynku nieruchomości jako dywersyfikujących portfel inwestycyjny (najczęściej wskazywana zaleta tych inwestycji zarówno w grupie respondentów krajowych (62,5%) jak i zagranicznych (57,2%)) i wysoka ocena satysfakcjonującej stopy zwrotu (druga w kolejności wyborów zaleta; 19,6% wyborów respondentów krajowych, 31,3% respondentów zagranicznych), a równocześnie zachowawcze poglądy na temat wysokości limitów inwestycyjnych: 67,5% respondentów krajowych wybrało jako właściwy, limit nie wyższy niż 10% aktywów, a 25% respondentów zagranicznych wybrało limity do 5% aktywów, 75% tej grupy relatywizowało swoje odpowiedzi wobec m. in. rodzaju kraju, nieruchomości.

Rosnące powiązanie rynków, nie sprzyja dywersyfikacji portfela inwestycji inwestycjami na rynku nieruchomości. Badanie korelacji stóp zwrotu poszczególnych kategorii lokat, jak również stóp zwrotu lokat danego rodzaju na różnych geograficznie rynkach, wskazało na istnienie w większości dodatnich współzależności, aczkolwiek siła tych powiązań ma charakter słaby lub średni.

Diagnoza, będąca wynikiem badań, iż słabością inwestycji na rynku nieruchomości nie jest poziom i charakterystyka osiąganych stóp zwrotu, ani też poziom ich ryzyka, jest zbieżna z oceną uczestników badania ankietowego. Respondenci krajowi za największą wadę bezpośredniego inwestowania funduszy emerytalnych na rynku nieruchomości uznali



przede wszystkim poziom płynności rynku nieruchomości (38,5%), nieodpowiednie regulacje prawne (21,5%), brak możliwości dokonania właściwej wyceny (16,9%), brak informacji o ofertach (9,2%), oraz w najmniejszym stopniu, niesatysfakcjonującą stopę zwrotu (3,1%). Według odpowiedzi respondentów zagranicznych główną wadą bezpośredniego inwestowania funduszy emerytalnych na rynku nieruchomości jest niski poziom płynności (100% odpowiedzi). Pozostałe odpowiedzi w przeważającej części były zbieżne z wnioskami wynikającymi z przeprowadzonych badań.

Chociaż inwestycje na rynku nieruchomości nie wykazały w badaniu charakteru jednoznacznie antyinflacyjnego, oraz wykazały obniżanie się ich dywersyfikującego wpływu na portfel inwestycyjny, jednakże pozostałe walory tej kategorii lokat nie uzasadniają tak znikomego ich udziału w aktywach funduszy emerytalnych. Cechy nieruchomości jako aktywa inwestycyjnego nie uzasadniają też utrzymywania restrykcyjnych ograniczeń formalnych w inwestycjach funduszy emerytalnych.

Wzrost płynności rynku nieruchomości wyrażający się w rozwoju instrumentów pośredniego inwestowania na rynku nieruchomości zmierza do rozwiązania głównego problemu rynków – problemu ograniczonej płynności rynku nieruchomości. Równocześnie będzie to skutkować wzrostem korelacji tych inwestycji z rynkiem akcji i rynkiem kapitałowym, ograniczając poziom dywersyfikacji portfela oraz przenosząc ryzyka pomiędzy tymi rynkami. To jednak wydaje się być procesem nieuchronnym w obliczu rosnącej globalizacji rynków.

Na podstawie zarówno studiów literaturowych, jak również na podstawie przeprowadzonych analiz empirycznych hipoteza główna zakładająca możliwość zajęcia przez fundusze emerytalne roli inwestora, adekwatnej do ich pozycji jako inwestora instytucjonalnego, została pozytywnie zweryfikowana. Warunkiem zrealizowania tego scenariusza jest:

- kontynuowanie wysiłków społecznych na rzecz reformowania systemów emerytalnych, w tym budowanie siły ich kapitałowej części,
- rozluźnienie gorsetu ograniczeń formalnych działalności inwestycyjnej funduszy emerytalnych, tam gdzie tworzą one istotną przeszkodę w inwestowaniu na rynku nieruchomości, przede wszystkim zniesienie 0% limitu na bezpośrednie inwestycje w nieruchomości,
- prowadzenie działań zmierzających do wzrostu transparentności i płynności rynków nieruchomości,

- ograniczanie ryzyka politycznego, poszanowanie elit politycznych dla roli funduszy emerytalnych jako inwestora długoterminowego i eliminowanie regulacji i praktyk ograniczających tę rolę (krótkoterminowe rankingi, oczekiwanie maksymalizacji wyników inwestycyjnych w krótkim horyzoncie inwestycyjnym, modyfikowanie fundamentalnych zasad działania funduszy emerytalnych na bazie krótkoterminowych wyników inwestycyjnych, czego klasycznym przykładem jest rynek polski).

Perspektywa realizacji tego scenariusza jest najbardziej wątpliwa w krajach o wysokim poziomie ryzyka politycznego. W Polsce, na Węgrzech, pomimo wyjątkowo niekorzystnej prognozy demograficznej i rosnącego stanu nierównowagi wewnętrznej, publicznej części systemu emerytalnego, odchodzi się od reformy emerytalnej, stopniowo minimalizując znaczenie funduszy emerytalnych. W opinii respondentów zagranicznych, uczestniczących w badaniu, najbardziej znaczącym faktem, który buduje wiedzę o perspektywie, jest zamiar zlikwidowania OFE i odstąpienia od reformy emerytalnej.

Zaprezentowane w rozprawie zagadnienia są zagadnieniami trudnymi do ich diagnozowania i prognozowania. W wielu krajach są zagadnieniami nowymi, których wpływ na rzeczywistość i przyszłość dopiero się kształtuje. Istotne oczekiwania społeczne powiązane z funkcjonowaniem funduszy emerytalnych oraz szczególnie charakter rynku nieruchomości uzasadniają dalsze uważne obserwacje, pogłębianie wiedzy o działalności sektora funduszy emerytalnych, rynku nieruchomości i ich interakcjach. Jednym z trudnych, ale ważnych celów badawczych, które należałoby kontynuować jako rozwinięcie podjętych badań jest porównanie zalet i korzyści bezpośredniego oraz pośredniego inwestowania w nieruchomości, przy doprowadzeniu do pełnej zgodności metodologii określania i prezentowania efektów tych inwestycji, w poszczególnych krajach.