



Network for Studies on Pensions, Aging and Retirement

Risicohouding

*Jorgo Goossens
Marika Knoef
Raun van Ooijen*

BOARD BRIEF 04 / 2023

NETSPAR INDUSTRY SERIES

Colofon

Netspar Board Brief 04 / 2023, juli 2023

Netspar Board Briefs

De komende jaren bereiden pensioenfondsen en sociale partners de invoering van het nieuwe pensioenstelsel voor. Om hen te helpen bij de beslissingen die ze moeten nemen, publiceert Netspar een serie Board Briefs die overzicht, achtergrondinformatie en duiding bieden. Ze zijn bedoeld als basis voor gesprekken en afwegingen.

Netspar Board Briefs zijn een uitgave van Netspar, op persoonlijke titel geschreven door de auteurs, en vertegenwoordigen niet noodzakelijkerwijs de visie van de werkgever(s). Niets uit deze uitgave mag worden vermenigvuldigd, op welke wijze dan ook, zonder voorafgaande toestemming van de auteur(s).

INHOUD

<i>Vragen op de bestuurstafel die we beantwoorden</i>	4
<i>1. Introductie</i>	5
<i>2. Risicobereidheid</i>	6
<i>3. Risicodraagvlak</i>	11
<i>4. Conclusie</i>	15
<i>Referenties</i>	17

Affiliaties

Jorgo Goossens – Radboud University Nijmegen en Tilburg University

Marieke Knoef – Tilburg University

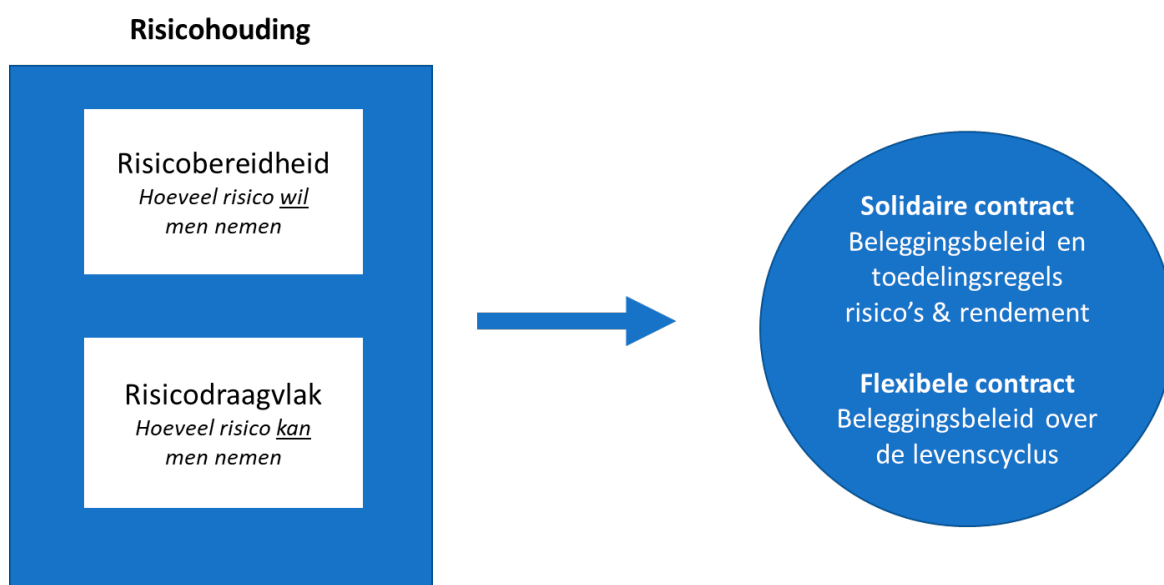
Raun van Ooijen – Universitair Medisch Centrum Groningen, Rijksuniversiteit Groningen

Vragen op de bestuurstafel die we beantwoorden:

- De wetgever verwacht van fondsen dat ze de risicohouding van de deelnemers vaststellen. Hoe kan daaraan gehoor worden gegeven?
- Risicohouding is een combinatie van risicobereidheid en risicocapaciteit. Hoe kunnen deze voor de deelnemersgroep worden vastgesteld?
- Hoe dient de vastgestelde risicohouding door te werken in het beleggingsbeleid?

1. Introductie

De Wet toekomst pensioenen geeft aan dat pensioenuitvoerders ten minste elke vijf jaar de risicohouding van deelnemers moeten bepalen. Deze risicohouding dient vervolgens als basis voor fondsspecifieke ALM analyses. Daarmee moet bepaald worden of het beleggingsbeleid en de toedeling van risico's en rendement passen binnen de risicohouding.



De risicohouding is een combinatie van enerzijds de risicobereidheid (of omgekeerd, de risicoaversie) van mensen – hoeveel risico wil men nemen? En anderzijds het risicodraagvlak – hoeveel risico kan men dragen – ook wel risicocapaciteit genoemd. De risicobereidheid en het risicodraagvlak staan niet los van elkaar. Afhankelijk van de manier waarop de risicobereidheid gemeten wordt, kunnen de antwoorden in het risicobereidheidsonderzoek afhangen van het risicodraagvlak dat mensen hebben. Daar kan rekening mee gehouden worden. Hieronder bespreken we achtereenvolgens de risicobereidheid en het risicodraagvlak.

2. Risicobereidheid

2.1 Methoden

De risicobereidheid van mensen kan op twee manieren worden vastgesteld: (i) via structurele econometrie op basis van geobserveerd gedrag, en (ii) via experimenten. Bij de aanpak via structurele econometrie wordt daadwerkelijk geobserveerd gedrag gebruikt om de risicobereidheid te schatten. Zo zijn bijvoorbeeld data over consumptie-keuzes over de levensloop gebruikt om de risicobereidheid van mensen te schatten.¹ Een voordeel van deze aanpak is dat het geobserveerde gedrag echte keuzes weerspiegelt. De externe validiteit is dus hoog. Maar, er zijn ook veel aannames nodig omdat niet duidelijk is welke factoren allemaal een rol spelen bij de beslissingen van mensen en hoe die doorwerken.

Het merendeel van het onderzoek naar risicobereidheid is gebaseerd op experimenten, de tweede manier. Mensen krijgen dan hypothetische keuzes voorgelegd. Het voordeel is dat de onderzoeker de beslissingsomgeving kan specificeren en daarmee exogene factoren kan uitsluiten. Ondanks dit voordeel, kan de meting toch worden verstoord door andere factoren, zoals de abstractheid van de taak, of factoren in het leven van mensen die niet in het experiment zijn gespecificeerd maar wel de keuze kunnen beïnvloeden (bijvoorbeeld andere investeringsopties of het vermogen dat iemand heeft).² In plaats van hypothetische keuzes worden soms geldelijke beloningen gekoppeld aan de keuzes, om zo realistisch mogelijk keuzegedrag op te roepen in een gecontroleerde omgeving, maar verschillen lijken klein tussen hypothetische keuzes en keuzes met geldelijke beloningen.³

Risicovoorkeuren kunnen kwalitatief en kwantitatief gemeten worden. Kwalitatief onderzoek wordt vaak ervaren als begrijpelijk en daardoor treedt er minder ruis op in de antwoorden⁴. De keerzijde is het missen van getallen waar het beleggingsbeleid op gebaseerd kan worden. DNB verwacht van pensioenuitvoerders dat de risicobereidheid kwantitatief wordt onderzocht en vastgelegd. Ook AFM geeft dit aan in

1 Laibson et al., 2015.

2 Goossens et al. (2022) hebben tijdsvoorkeuren van een groep Nederlandse pensioendeelnemers experimenteel gemeten en gekoppeld aan daadwerkelijk gedrag ten aanzien van hoog-laag pensioen. Tot op zekere hoogte kon het werkelijke gedrag daadwerkelijk verklaard worden door de experimenteel gemeten tijdsvoorkeuren.

3 Hackethal et al. (2022).

4 Een voorbeeld van een kwalitatieve vraag met antwoordschaal van "helemaal oneens" tot "helemaal eens" (DNB Household Survey): "Ik ben bereid het risico te nemen dat ik geld zal verliezen wanneer er ook een kans bestaat dat ik geld zal winnen."

haar voorlopige leidraad risicopreferentie-onderzoeken. Een kwantitatieve methode kan wel aangevuld worden met kwalitatieve methoden.

Kwantitatief kan je de risicobereidheid van mensen op verschillende manieren meten. Een methode is door hen een combinatie van loterijvragen voor te leggen. Toegepast in het pensioendomein betekent dit bijvoorbeeld dat deelnemers een aantal keer moeten kiezen tussen twee mogelijke pensioenuitkomsten. Pensioen A is bijvoorbeeld een risicovolle variant met een hoger pensioen in een goed scenario en een lager pensioen in een tegenvallend scenario. Pensioen B is de minder risicovolle variant met een lager verwacht pensioen dan pensioen A, maar ook minder verlies dan pensioen A als het tegenzit. Aegon maakt gebruik van deze methode in haar "Profielwijzer"⁵, welke gebaseerd is op de wetenschappelijke *choice-sequence* methodiek⁶.

Een andere methode is de zogenaamde 'distribution builder'⁷. Daarbij kunnen deelnemers zelf de verdeling van pensioenuitkomsten bepalen, toegespitst op hun inkomenssituatie. Achmea/IG&H gebruiken de "Pension Builder", welke gebaseerd is op de wetenschappelijke 'distribution builder'.⁸

Ook is er een methode waarbij mensen gevraagd wordt geld te verdelen over tijd (de zogenaamde Convex Time Budget methode⁹). Welke methode geschikt is, hangt mede af van de financiële geletterdheid van de deelnemers. Sommige methodes zijn tamelijk precies, maar cognitief meer uitdagend. Anderen zijn minder precies, maar cognitief beter te begrijpen. Het hangt van de deelnemersgroep af welke methode het beste past in termen van de afruil tussen precisie en cognitie. Bokern et al. (2021) presenteren diverse methoden en raden aan een combinatie van methoden te gebruiken.

Goossens et al. (2023) hebben drie korte methoden voorgelegd aan Nederlandse pensioendeelnemers, om de consistentie tussen methoden te toetsen¹⁰. Zij vinden vergelijkbare patronen naar leeftijd, geslacht en inkomen voor de verschillende

5 De Profielwijzer van Aegon is openbaar toegankelijk: <https://www.aegon.nl/node/50867>

6 Barsky et al., 1997.

7 Goldstein et al., 2008, Dellaert et al. 2016.

8 Informatie over dit risicobereidheidsonderzoek is openbaar toegankelijk: <https://www.achme-apsioenservices.nl/thema-s/risicobereidheid>

9 Potters et al. 2016. Met deze methode kunnen ook tijdsvoorkeuren afgeleid worden. Dat wil zeggen, de afruil tussen consumptie vandaag en consumptie in de toekomst.

10 Zij vergelijken de choice-sequence methodiek, de Convex Time Budget Methode en de Eckel-Grossman methode. Bij de laatste methode kozen mensen in een vraag tussen 6 producten met 50% kans op een hoge uitkering en 50% kans op een lage uitkering. De verwachte waarde van de uitkering nam toe tussen de producten, maar ook de variantie.

methoden, maar de absolute hoogte van de risicobereidheid is verschillend voor de methoden.¹¹ Vervolgonderzoek moet uitwijzen wat dit kan verklaren en hoe hier mee om te gaan.

2.2 Meet op verschillende momenten, want de risicobereidheid is niet stabiel

Vanwege de instabiliteit van de risicobereidheid over de tijd is het raadzaam om hem op verschillende momenten in de tijd te meten. De risicobereidheid is instabiel over de levenscyclus, over kalendertijd en tussen generaties. De blauwe lijn in Figuur 1 laat zien dat naarmate individuen ouder worden de risicobereidheid afneemt (Schildberg-Hörisch, 2018). Dit wordt ondersteund door een uitgebreide literatuurstudie van König (2020). Er zijn echter ook onderzoeken die laten zien dat de risicobereidheid piekt op middelbare leeftijd en daarna afneemt.¹² Merk op dat de afname van de risicobereidheid over de levenscyclus in beginsel niet de motivatie is voor life cycle beleggen¹³. De belangrijkste motivatie voor life cycle beleggen is dat mensen aan het begin van het werkende leven nog veel menselijk kapitaal hebben (dat is, de optelsom van al het toekomstige arbeidsinkomen) en nog weinig financieel kapitaal. Jongeren kunnen daardoor nog makkelijk tegenvallende beleggingsresultaten compenseren (bijvoorbeeld door wat meer of langer te werken gedurende het leven). Die compensatieruimte is veel kleiner of afwezig wanneer je bijna of geheel gepensioneerd bent.

In Figuur 1 zien we ook een schok (het pijltje) en schommelingen over tijd (de oranje bewegingen). Schokken zoals een economische crisis of pandemie beïnvloeden de risicobereidheid. Het merendeel van de literatuur laat zien dat bij economische negatieve schokken (zoals de financiële crisis van 2008–2009) mensen minder risicobereid werden. Op basis van de recente corona pandemie vinden onderzoeken een grotere risicobereidheid¹⁴, kleinere risicobereidheid¹⁵ of een constante risicobereidheid.¹⁶ Ten slotte is het niet duidelijk in welke richting natuurlijke rampen de risicoaversie sturen: lagere risicobereidheid¹⁷ of hogere risicobereidheid¹⁸.

11 Meer onderzoek naar de consistentie van geobserveerde risicovoorkeuren tussen methoden: Pedroni et al. (2017) en Goossens et al. (2023b).

12 Dohmen et al. (2005), Harisson et al. (2007) en Holt en Laury (2014).

13 Volgens de life cycle theorie moet pensioenvermogen van jongeren risicovoller worden belegd dan het pensioenvermogen van ouderen.

14 Shachat et al., 2020.

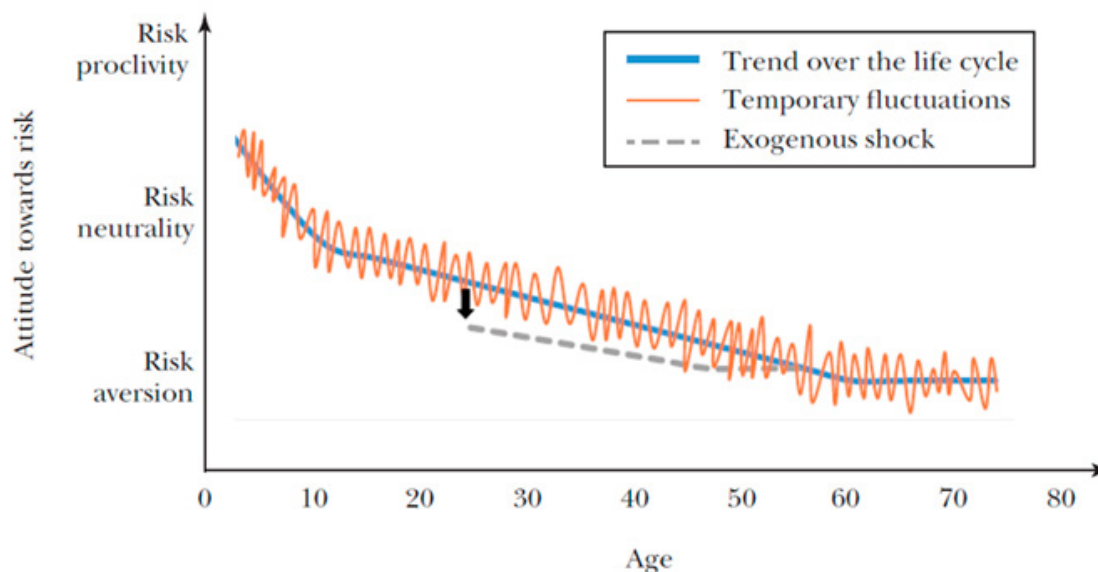
15 Beine et al., 2020, Bu et al., 2020 en Goossens et al., 2020.

16 Angrisani et al., 2020, Drichoutis et al., 2020.

17 Cameron et al., 2015, Cassar et al., 2017, Beine et al., 2020.

18 Eckel et al., 2008.

Figuur 1. Risicobereidheid over de levenscyclus, bron: Schildberg-Hörisch (2018)



Crises kunnen een langdurige invloed hebben op mensen. Onderzoek laat zien dat de economische situatie aan het begin van het werkende leven een grote invloed heeft op de risicobereidheid later in het leven. Zo kunnen er substantiële verschillen ontstaan tussen generaties¹⁹. Ook emoties, stress en persoonlijke gebeurtenissen kunnen een rol spelen. Bokern et al. (2022) laten zien dat recent gescheiden mensen meer risicomijdend gedrag vertonen dan mensen die langer gescheiden zijn, en dat kinderloze mensen meer risicomijdend zijn dan kersverse ouders.

2.3 Houdt rekening met systematische denkfouten en non-respons

Naast instabiliteit moeten we bij het meten van de risicobereidheid rekening houden met systematisch denkfouten waar we allen gevoelig voor zijn, zoals verliesaversie (een overreactie op verlies ten opzichte van winst) en het onjuist interpreteren van hoge of juist lage kansen (dit wordt kansweging genoemd). De Wet verbeterde premieregeling (Wvp), die in 2016 is ingevoerd, illustreert dat goed. Mensen konden toen kiezen tussen een vaste pensioenuitkering of een variabel bedrag gekoppeld aan de resultaten van beleggingen. Uit de evaluatie blijkt dat in 95 procent van de Wvp-contracten is gekozen voor de vaste uitkering. Die 95 procent is veel meer dan je vanuit economisch-rationeel perspectief zou verwachten en kan zeer waarschijnlijk grotendeels verklaard worden door verliesaversie (Knoef et al. 2022). Ook spijtaversie en tijdsvoorkeuren kunnen een rol spelen bij het meten van risicobereidheid.

19 Malmendier et al., 2011; Malmendier et al., 2021.

Niet iedereen die uitgenodigd wordt zal meedoen aan een risicobereidheidsonderzoek. De moeilijk te bereiken groepen moeten niet vergeten worden bij de interpretatie van de resultaten. Het is dus van belang om te analyseren welke mensen er wel en niet meegedaan hebben. Daarbij gaat het niet enkel om het aantal respondenten dat meegedaan heeft, maar ook om de representativiteit van die groep. Verder is het interessant om in experimenteel onderzoek de mensen te vragen hoe (on)zeker ze zijn over hun antwoorden.

Ten slotte, Goossens et al (2023) hebben onderzoek gedaan naar de presentatievorm van risicobereidheidsonderzoek. In een experiment kreeg een groep de standaard "saai" vragenlijst voorgelegd, terwijl voor de andere groep dezelfde vragen in een "serious game" gegoten waren (de vragenlijst is "aantrekkelijk" gemaakt met animaties waarbij mensen langs eilanden met vragen varen). Het is interessant en geruststellend om te zien dat de gemeten risicobereidheid in beide presentatievormen niet significant van elkaar verschillen.

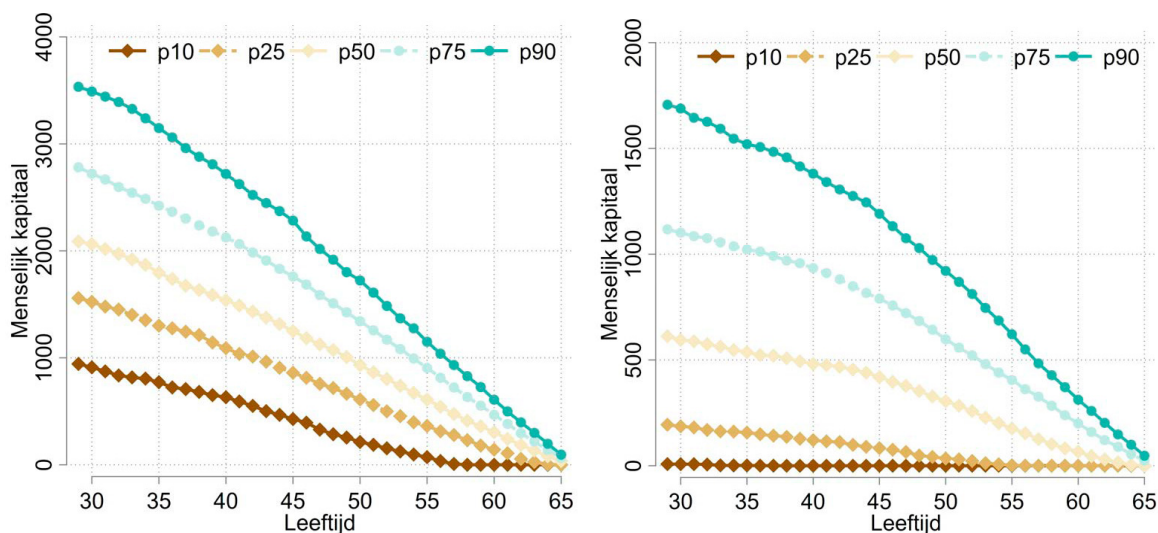
3. Risicodraagvlak

Voor de meeste deelnemers is een aanzienlijk deel van hun toekomstige pensioeninkomen afkomstig uit andere bronnen dan het pensioen dat ze opgebouwd hebben bij hun huidige pensioenuitvoerder. Denk bijvoorbeeld aan de AOW, elders opgebouwd tweede pijler pensioen, een (deels) afgeloste eigen woning en spaartegoeden (financieel kapitaal). Ook zal met het toekomstige arbeidsinkomen (menselijke kapitaal) nog pensioen opgebouwd worden. Hoe hoger de andere bronnen zijn die een deelnemer heeft, en hoe minder deze samenhangen met het beleggingsrisico van het pensioen bij de pensioenuitvoerder, hoe meer risico er genomen kan worden door de pensioenuitvoerder.

3.1 Waardevolle data van het Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS)

In de praktijk blijkt het moeilijk om het financiële vermogen van mensen uit te vragen. Mensen vinden het niet leuk om dergelijke vragen te beantwoorden, het kost relatief veel tijd en mensen weten het vaak ook niet. In de toekomst is het denkbaar dat er een data infrastructuur is, waarbij mensen aan kunnen geven of ze hun gegevens bij financiële instellingen (zoals banken en eerdere pensioenuitvoerders) willen delen met een pensioenuitvoerder (Bharosa en Janssen, 2019). Vooralsnog is individuele gegevensuitwisseling niet mogelijk, maar het is wel mogelijk om op een hoger aggregatieniveau informatie te verkrijgen. In het Netspar project "Gezondheid en arbeidsmarktonzekerheid over de levenscyclus: de implicaties voor risicodraagvlak en adequate pensioenen" onder leiding van Raun van Ooijen en Sandra Brouwer worden administratieve data van de belastingdienst, pensioenfondsen, de SVB, banken en de polisadministratie beveiligd en anoniem op individueel niveau aan elkaar gekoppeld via het CBS. Daarmee kan een betrouwbare inschatting gemaakt worden van het financiële kapitaal (pensioenaanspraken, spaartegoeden en de eigen woning) en het menselijke kapitaal (de contante waarde van het toekomstige arbeidsinkomen) per sector, leeftijdscohort en inkomensgroep. Pensioenuitvoerders kunnen de resultaten uit bovengenoemde Netspar project gebruiken voor een inschatting van het risicodraagvlak van deelnemers. Tezamen met de risicobereidheid kan dan het beleggingsbeleid worden bepaald en de toedelingsregels voor wat betreft risico en rendement (in het solidaire contract). Merk op dat de AOW en het menselijke kapitaal relatief groot zijn. De AFM heeft in haar voorlopige richtlijn dan ook aangegeven dat zij verwacht dat pensioenuitvoerders in ieder geval een inschatting maken van de AOW en het menselijk kapitaal (AFM, 2023).

Figuur 2. Ontwikkeling menselijk kapitaal over de levenscyclus (geboortecohort 1956, links mannen, rechts vrouwen) (Bron: Netspar Werkgroepbijeenkomst Risicocapaciteitsmeting. Alessie, Knoef, Paz Pardo, Van Ooijen. 30 mei 2023).



3.2 Menselijk kapitaal

In Figuur 2 zien we het menselijk kapitaal (de contante waarde van het toekomstige arbeidsinkomen) van mannen en vrouwen. De verschillende lijnen zijn de verschillende percentielen. Zo zit 10% van de mensen onder de lijn "p10" en 10% van de mensen boven de lijn "p90". "p50" is het doorsnee menselijke kapitaal (de mediaan). De lijnen dalen, want hoe dichter iemand bij de pensioenleeftijd komt, hoe lager de contante waarde van het toekomstige arbeidsinkomen is. Dit is de kernmotivatie voor life cycle beleggen: het menselijk kapitaal is voor oudere werknemers klein geworden ten opzichte van het pensioenkapitaal. Dat betekent dat wanneer het tegenzit op de financiële markten, en je procentueel gelijke neerwaartse aanpassingen in (verwacht) pensioen (Musgrave criterium) nastreeft, er voor ouderen minder beleggingsrisico genomen moet worden dan voor jongeren (zie bijvoorbeeld Muns en Werker (2018, ESB)). Het menselijke kapitaal is overigens een stuk lager voor vrouwen dan voor mannen, wat tevens tot een lagere pensioenopbouw leidt (Kali et al. 2022).

Niet alleen de hoogte, maar ook het risico in het menselijke kapitaal is van belang voor het optimale beleggingsbeleid en de toedelingsregels over de levenscyclus. Hoe groter de blootstelling aan de conjunctuur, hoe minder risico er genomen kan worden en hoe vlakker het optimale risicoprofiel over de levenscyclus (in het solidaire contract betekent dit minder verschil in de toedeling van risico tussen leeftijdsgroepen). Een bedrijfstakpensioenfonds voor een sector die erg conjunctuurgevoelig is (bijvoorbeeld cultuur, sport en recreatie) zal dus een vlakker life cycle moeten kiezen dan

bijvoorbeeld PFZW voor het zorgpersoneel (dat relatief weinig conjunctuurgevoelig is).²⁰ Ook is relevant of mensen een hoge kans op arbeidsongeschiktheid hebben aan het einde van het werkende leven en of de pensioenopbouw dan doorloopt of niet. Wanneer er een grote kans is op arbeidsongeschiktheid en de pensioenopbouw niet of slechts gedeeltelijk doorloopt, kan er minder risico genomen worden en is het optimale risicoprofiel over de levenscyclus vlakker. Nu mensen steeds langer moeten doorwerken is het belangrijk om hier rekening mee te houden. Van Ooijen et al. (2020, ESB) laten zien dat met name lagere inkomens vaker arbeidsongeschikt zijn als gevolg van de afschaffing van vroegpensioen en het verhogen van de AOW-leeftijd.

3.3 Blootstelling aan de conjunctuur

Braggion et al. (2022) hebben met behulp van CBS gegevens de blootstelling van werknemers aan de conjunctuurcyclus onderzocht. Ze vinden dat de omzet van bedrijven in de sectoren "accommodatie en voeding", "bouw", "duurzame productie" en "transport" het meest gecorreleerd zijn met de conjunctuur. Bedrijven in de "niet-duurzame productie", "landbouw, bosbouw, visserij" en "gezondheidszorg en onderwijs" zijn het minst cyclisch. De mate waarin de blootstelling van bedrijven aan de conjunctuur doorgegeven wordt aan werknemers is verschillend per sector. De blootstelling aan de conjunctuur is het hoogst voor mensen in de sectoren "cultuur, sport en recreatie", "accommodatie en voeding", en "diensten". De blootstelling aan de conjunctuur is gemiddeld hoger voor mannen dan voor vrouwen, en is het hoogst onder jonge en oudere werknemers. Het neemt af met het opleidingsniveau en is met name hoog onder werknemers met flexibele contracten en mensen die net van werkgever gewisseld zijn (switchers). De blootstelling aan de conjunctuur is hoog voor werknemers met een laag inkomen en neemt geleidelijk af tot aan het 98e percentiel. De blootstelling van werknemers met het hoogste inkomen (99e-100e percentiel) is vergelijkbaar met mensen met een mediaan inkomen.

Werknemers kunnen ook hun baan verliezen of arbeidsongeschikt worden. Met name aan het einde van de carrière is de kans op langdurige werkloosheid en arbeidsongeschiktheid hoog. Hoe groter de kans op langdurige werkloosheid of arbeidsongeschiktheid aan het einde van de carrière, hoe vlakker het optimale risicoprofiel over de levenscyclus. Merk op dat mensen meer tijd aan "thuisproductie" kunnen besteden wanneer zij werkloos zijn, om inkomensderving op te vangen. Men heeft meer tijd om langs verschillende winkels te gaan voor aanbiedingen om geld te

20 Hetzelfde geldt voor ondernemingspensioenfondsen die relatief veel of weinig conjunctuurgevoelig zijn.

besparen, men kan zelf het huis verven in plaats van een schilder te laten komen, of zelf een lekkere koffie maken in plaats van deze onderweg duur te kopen. Dat is ook een vorm van risicodraagvlak. In de praktijk zien we dat werkloosheid leidt tot lagere uitgaven aan vervoer en dat mensen meer tijd gaan besteden aan huishoudelijke taken (met name ouderen). Er zijn echter geen aanwijzingen dat werkloosheid op dit moment tot gevolg heeft dat uitgaven worden vervangen door thuisproductie (Been et al. 2021). Dat geldt ook bij pensionering (Been en Goudswaard, 2023).

4. Conclusie

Het meten van de risicohouding is een vakgebied in ontwikkeling. In de academische literatuur is er nog geen standaard ontwikkeld voor het uitvragen en het meten van de risicobereidheid en het risicodraagvlak. Voor het risicodraagvlak is het mogelijk om een standaard te ontwikkelen. Voor het meten van de risicobereidheid ligt één standaard niet voor de hand, omdat verschillende doelgroepen om verschillende methoden vragen.

Het verdient de aanbeveling om verschillende methoden te gebruiken en te vergelijken. Als sector en wetenschap kunnen we op deze manier ook het snelste van elkaar leren wat wel en niet werkt en waarom. Het is verstandig om de risicobereidheid op verschillende tijdstippen te meten vanwege de variabiliteit ervan over de levenscyclus, over kalendertijd en tussen generaties. Verder moet bij het ontwikkelen van de methode rekening gehouden worden met systematische denkfouten en bij de interpretatie van de resultaten met non-respons van specifieke groepen. De presentatievorm (een reguliere vragenlijst versus een serious game) lijkt de resultaten niet te beïnvloeden.

Het risicodraagvlak van mensen kan, geaggregeerd per sector, leeftijdscohort en inkomensniveau, grotendeels met behulp van administratieve data bepaald worden. Hoe groter het financiële en menselijke kapitaal van mensen, en hoe minder afhankelijk men is van het aanvullende pensioen, hoe meer risico genomen kan worden. Het Netspar project "Gezondheid en arbeidsmarktonzekerheid over de levenscyclus: de implicaties voor risicodraagvlak en adequate pensioenen" onderzoekt het financiële en menselijke kapitaal van mensen met behulp van administratieve data van het CBS en deze resultaten kunnen door pensioenuitvoerders gebruikt worden voor een inschatting van het risicodraagvlak van deelnemersgroepen. Over de levenscyclus neemt het menselijke kapitaal af, terwijl het financiële kapitaal toeneemt. Onderzoek laat zien dat de blootstelling aan de conjunctuur verschilt per sector, gemiddeld hoger is voor mannen dan voor vrouwen, en het hoogst is onder jonge en oudere werknemers. Het neemt af met het opleidingsniveau en is met name hoog onder werknemers met flexibele contracten, mensen die net van werkgever gewisseld zijn en werknemers met een laag inkomen. Met behulp van "thuisproductie" kan tijd mensen ook helpen om financiële schokken op te vangen, maar in de praktijk zien we in Nederland nog geen empirisch bewijs dat bij werkloosheid of pensionering uitgaven worden vervangen door thuisproductie.

Zoals aan het begin van deze brief aangegeven, is de risicohouding belangrijk om het beleggingsbeleid en de toedelingsregels van risico en rendement vorm te geven.

Echter, daarnaast biedt het meten van de risicohouding ook een kans om deelnemers te betrekken bij hun pensioen en hen vertrouwen te geven in de besluitvorming rondom een laag veilig pensioen, of een naar verwachting hoger maar meer risicovol pensioen. De meting kan gebruikt worden om wederzijds begrip te kweken en beter en meer gedragen beleid te voeren. Van de perceptie van een "casinopensioen" naar een beter begrip waarom er beleggingsrisico genomen wordt. Het is dan wel essentieel om goed over de meting te communiceren vooraf, tijdens en nadien.

Referenties

- AFM. (2023). Voorlopige leidraad risicopreferentieonderzoeken.
- Angrisani, M., Cipriani, M., Guarino, A., Kendall, R., & de Zarate Pina, J. O. (2020). Risk Preferences at the Time of COVID-19: An Experiment with Professional Traders and Students. Staff Report 927. Federal Reserve Bank of New York.
- Barsky, R. B., Juster, F. T., Kimball, M. S., & Shapiro, M. D. (1997). Preference Parameters and Behavioral Heterogeneity: An Experimental Approach in the Health and Retirement Study. *The Quarterly Journal of Economics*, 112(2), 537-579.
- Been, J., Suari Andreu, M., Knoef, M., & Alessie, R. (2021). Consumptie en tijdsbesteding in reactie op werkloosheid. Netspar Design Paper 187.
- Been, J., & Goudswaard, K. (2023). Intertemporal and intratemporal consumption smoothing at retirement: Micro evidence from detailed spending and time use data. *Journal of Pension Economics & Finance*, 22(1), 1-22. doi:10.1017/S1474747221000330
- Beine, M., Charness, G., Dupuy, A., & Joxhe, M. (2020). Shaking Things Up: On the Stability of Risk and Time Preferences. CREA Discussion Paper Series 20-09. Center for Research in Economic Analysis, University of Luxembourg.
- Bharosa, N., & Janssen, S. (2019). Towards integrated personal financial planning. Netspar Design Paper 117.
- Bokern, A., Linde, J., Riedl, A., Schmeets, H., & Werner, L. (2021). Een overzicht van methodes om risicovoorkeuren te meten. Netspar Survey Paper 58.
- Bokern, A., Linde, J., Riedl, A., Schmeets, H., & Werner, L. (2022). Persoonlijke levensgebeurtenissen en individuele risicovoorkeuren. Netspar Design Paper 210.
- Braggion, F., Floccari, G., & Soerlie Kvaerner, J. (2022). Systematic Income Risk and Households' Portfolios. SSRN. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4311104>
- Brouwer, S., Berendsen E., Van Lomwel, E. Verhoging van pensioenleeftijd verhoogt vooral arbeidsongeschiktheid onder lagere inkomens, *Economische Statistische Berichten*, November 2020.
- Bu, D., Hanspal, T., Liao, Y., & Liu, Y. (2020). Risk taking, preferences, and beliefs: Evidence from Wuhan. Safe Working Paper No. 301.
- Cameron, L., & Shah, M. (2015). Risk-Taking Behavior in the Wake of Natural Disasters. *Journal of Human Resources*, 50(2), 484-515. doi:10.3368/jhr.50.2.484
- Cassar, A., Healy, A., & von Kessler, C. (2017). Trust, Risk, and Time Preferences After a Natural Disaster: Experimental Evidence from Thailand. *World Development*, 94(C), 90-105.
- Dellaert, B., Donkers, B., Turlings, M., Steenkamp, T. B. M., & Vermeulen, E. (2016). Naar een nieuwe aanpak voor risicoprofielmeting voor deelnemers in pensioenregelingen. Netspar Design Papers 49.
- Dohmen, T., Falk, A., Huffman, D., Sunde, U., & Schupp, J. (2011). Individual Risk Attitudes: Measurement, Determinants, and Behavioral Consequences. *Journal of the European Economic Association*, 9(3), 522-550.
- Drichoutis, A. C., & Nayga, R. (2020). On the stability of risk and time preferences amid the COVID-19 pandemic. MPRA Paper 104376.
- Eckel, C. C. and P. J. Grossman (2008). Forecasting risk attitudes: An experimental study using actual and forecast gamble choices. *Journal of Economic Behavior & Organization* 68, pp. 1-17.
- Goldstein, D. G., Johnson, E. J., & Sharpe, W. F. (2008). Choosing outcomes versus choosing products: Consumer-focused retirement investment advice. *Journal of Consumer Research*, 35(3), 440-456

- Goossens, J., & Knoef, M. (2022). COVID-19 Crisis: Are Preferences and Trading Behavior Affected During Extreme Events? Netspar Discussion Paper DP 06/2022-023.
- Goossens, J., Knoef, M., & Ponds, E. (2022b). Can Estimated Risk and Time Preferences Explain Real-life Financial Choices? Netspar Academic Paper DP 06/2022-024.
- Goossens, J., M. Knoef, B. Kuijpers, E. Ponds, R. Potter van Loon, A. Riedl, & S. Vos. (2023). A comparison of risk preference elicitation methods and presentation formats, te verschijnen Netspar design paper.
- Goossens, J., M. Knoef en co-auteurs (2023b). Are risk preferences stable for impactful financial decisions? Working paper.
- Hackethal, A., M. Kirchler, C. Laudenbach, M. Razen, and A. Weber (2022). On the role of monetary incentives in risk preference elicitation experiments. *Journal of Risk and Uncertainty*, pp. 637-648.
- Harrison, G. W., Lau, M. I., & Rutstrom, E. E. (2007). Estimating Risk Attitudes in Denmark: A Field Experiment. *The Scandinavian Journal of Economics*, 109(2), 341-368.
- Holt, C. A., & Laury, S. K. (2014). Chapter 4 – Assessment and Estimation of Risk Preferences. In M. Machina & K. Viscusi (Eds.), *Handbook of the Economics of Risk and Uncertainty* (Vol. 1, pp. 135-201). North-Holland.
- Kali, S., van Marwijk Kooy, A., Been, J., & Knoef, M. (2022). The Consequences of Labor Market Choices for Women's Retirement: Solution Directions to Prevent the Gender Pension Gap. *Vakblad Financiële Planning*, 2022(4), 4-10 (VFP 2022/40).
- Knoef, M., Potter van Loon, R., Turlings, M., Van Toorn, F., Weehuizen, R., Dees, R., & Goossens. (2022). Matchmaking in pensioenland: welk pensioen past bij welke deelnemer? Netspar Design Paper 202.
- König, A. N. (2021). Domain-specific risk attitudes and aging—A systematic review. *Journal of Behavioral Decision Making*, 34, 359-378.
- Laibson, D., Maxted, P., & Repetto, A. (October 2015). *Estimating Discount Functions with Consumption Choices over the Lifecycle*. Mimeo, Harvard University.
- Malmendier, U. (2021). Experience, and Expertise: Why Personal Histories Matter in Economics, *Journal of the European Economic Association*, Volume 19, Issue 6, December 2021, Pages 2857-2894
- Malmendier, U., & Nagel, S. (2011). Depression Babies: Do Macroeconomic Experiences Affect Risk Taking? *Quarterly Journal of Economics*, 126(1), 373-416.
- Pedroni, A., Frey, R., Bruhin, A. et al. The risk elicitation puzzle. *Nat Hum Behav* 1, 803-809 (2017). <https://doi.org/10.1038/s41562-017-0219-x>
- Potters, J., Riedl, A., & Smeets, P. (2016). Towards a Practical and Scientifically Sound Tool for Measuring Time and Risk Preferences in Pension Savings Decisions. Netspar Industry Paper 59.
- Shachat, J., Walker, M. J., & Wei, L. (2020). The Impact of the Covid-19 Pandemic on Economic Behaviours and Preferences: Experimental Evidence from Wuhan. ESI Working Paper 20-33, Economic Science Institute, Chapman University.

OVERZICHT VAN DE UITGAVEN IN DE BOARD BRIEF SERIE

- 1 De keuze tussen varianten uit het pensioenakkoord (2022) Theo Nijman
- 2 Beschermings-, over- en projectierendementen (2022) Bas Werker
- 3 Compensatie afschaffing doorsneesystematiek en evenwichtige transitie (2023) Casper van Ewijk
- 4 Risicohouding (2023) Jorgo Goossens, Marike Knoef en Raun van Ooijen



Network for Studies on Pensions, Aging and Retirement

Dit is een uitgave van:
Netspar
Telefoon 013 466 2109
E-mail info@netspar.nl
www.netspar.nl

Juli 2023