Jenna Barrett
Als promovenda verbonden aan de Universiteit Maastricht, School of Business and Economics

prof. dr. E.C. Brüggen
Directeur van Netspar, hoogleraar financiële dienstverlening aan de Universiteit Maastricht, School of Business and Economics (SBE) en Principal Investigator bij BISS, het Brightlands Institute for Smart Society

drs. Evert Webers
Werkzaam bij APG

Het Nederlandse pensioenstelsel staat aan de vooravond van een transitie. In het nieuwe pensioenstelsel wordt het transparanter dat (verwachte) pensioenen kunnen fluctueren op basis van de financiële markten. De ontwikkelingen op de financiële markten zullen directer worden doorvertaald in persoonlijke pensioenvermogens van actieve deelnemers en slapers. In hoeverre deze directe doorvertaling ook geldt voor gepensioneerden is een keuze van pensioenfondsen en hun sociale partners. Zij kunnen dit effect namelijk kleiner maken met bijvoorbeeld spreiding van schokken en door verlagingen van uitkeringen zoveel mogelijk op te vangen via de reserve. Dit betekent een grote overgang voor deelnemers en mogelijk (afhankelijk van de keuzes) ook gepensioneerden. In dit artikel bekijken we vanuit de gedragseconomie en psychologie welke factoren gaan beïnvloeden hoe deelnemers op schommelingen zullen reageren en hoe communicatie kan worden ingezet om ervoor te zorgen dat deelnemers de onzekerheid van pensioenen zo goed mogelijk begrijpen en accepteren. De inzichten in dit artikel kunnen voor pensioenfondsen aanleiding zijn de volatiliteit bij de vormgeving van de financiële opzet te beperken.

Volatiliteit in het nieuwe pensioenstelsel: *Wat betekent dit voor (communicatie met) de deelnemer?*

Volatiliteit is een term die wordt gebruikt om de mate van beweeglijkheid van een financieel product uit te drukken. In de pensioencontext verwijst deze term vaak naar schommelingen in waarden van aandelenrendementen of inkomen. De term volatiliteit omvat zowel positieve als negatieve beweeglijkheid. Wanneer het pensioeninkomen hoger wordt, is dit dus ook een vorm van volatiliteit. In dit artikel gebruiken wij de term pensioenvolatiliteit om veranderingen in het (verwachte) pensioeninkomen of pensioenkapitaal te beschrijven.

WAT ZIJN DE MOGELIJKE EFFECTEN VAN VOLATILITEIT VOOR DE DEELNEMER?

Een grote uitdaging bij het inschatten van de effecten van volatiliteit voor pensioendeelnemers is het gebrek aan onderzoek naar de impact van pensioenvolatiliteit. Het bestaande onderzoek over volatiliteit richt zich met name op volatiliteit op beurzen, op inkomensvolatiliteit bij de beroepsbevolking, of op pensioenverlagingen, in plaats van op pensioenvolatiliteit *an sich*. We gebruiken inzichten uit deze literatuur om aandachtsgebieden met betrekking tot de effecten van pensioenvolatiliteit in de opbouwfase en uitkeringsfase van het pensioen uit te lichten.

> Welke factoren gaan bepalen hoe deelnemers op schommelingen gaan reageren?

OPBOUWFASE: HET EFFECT VAN VOLATILITEIT OP WELZIJN

Tot op heden is er geen duidelijk bewijs voor de rol van pensioenvolatiliteit op welzijn. Er is echter wel enig voorlopig bewijs dat erop wijst dat onzekerheid over pensioenen negatieve effecten heeft op het welzijn. In een steekproef van niet-gepensioneerde, Europese individuen van 50 jaar of ouder, hebben verwachtingen over pensioenonzekerheid een negatief effect op het

subjectieve welzijn.[1] Verder kan de literatuur over het effect van beursvolatiliteit ons voorlopige inzichten verschaffen in hoe deelnemers die verder van hun pensioen af staan, kunnen reageren op volatiliteit van het pensioenkapitaal. Wanneer de beurzen zich negatief ontwikkelen, is het algemeen welzijn lager. Dit verband is sterker in turbulente economische tijden of wanneer de markt volatieler is.[2] Ook ander onderzoek[3] laat zien dat volatiliteit op de beurs samenhangt met een slechter mentaal welzijn. Wanneer er meer volatiliteit is op de beurs, maken individuen zich meer zorgen, voelen ze zich ongelukkiger en hebben ze minder vertrouwen. Deze effecten zijn het sterkst bij financieel kwetsbare individuen.

Er is geen academisch onderzoek over communiceren van pensioenvolatiliteit

UITKERINGSFASE: EFFECTEN VAN VERANDERINGEN IN HET (PENSIOEN)INKOMEN OP INKOMSTEN EN UITGAVEN

Negatieve volatiliteit van pensioenuitkeringen kan het gedrag van gepensioneerden beïnvloeden. Recent onderzoek uit Zweden[4] onderzocht het effect van pensioenverlagingen in een steekproef met een relatief laag inkomen en waarvan het pensioeninkomen ongeveer 85 % van het totale inkomen beslaat. In dit onderzoek werden de effecten van een verlaging van het pensioen tussen de 0 % en 7 % onderzocht. Hoewel deze verlaging een significant verschil maakt in de koopkracht van gepensioneerden, zorgde deze verlaging er niet voor dat deelnemers weer aan het werk gingen om het verlies aan inkomen te compenseren. Het is voor gepensioneerden vaak ook niet zo makkelijk om weer aan het werk te gaan, bijvoorbeeld omdat ze te maken krijgen met leeftijdsdiscriminatie of fysieke beperkingen. Het gebrek aan compensatie van inkomensverlies door meer te gaan werken werd gevonden in verschillende groepen van gepensioneerden – ook degenen die pas net gepensioneerd waren of degenen die weinig spaargeld hadden.

Een van de meest directe gevolgen van inkomensschokken is het effect op bestedingen. Uit een studie in Singapore[5] blijkt dat bij een onverwachte eenmalige uitkering van de overheid consumenten gemiddeld voor elke ontvangen $ 1 hun uitgaven verhoogden met $ 0,80. Onderzoek uit het Verenigd Koninkrijk laat zien dat individuen hun uitgaven sterker aanpassen na een inkomensdaling dan na een inkomensstijging van dezelfde omvang. In beide studies is de aanpassing van de uitgaven na inkomenswijzigingen het sterkst voor financieel kwetsbare huishoudens.

Naast feitelijke verhogingen en verlagingen, kan ook de verwachte toekomstige onzekerheid financieel gedrag beïnvloeden. Individuen die hun vervangingsratio (pensioeninkomen/ huidig inkomen * 100 %) als meer onzeker ervaren, gaan meer sparen.[6] Uit onderzoek blijkt dat individuen die dichter bij hun pensioen zijn en individuen met een bovenmodaal inkomen meer sparen als de onzekerheid toeneemt. Deze bevindingen wijzen erop dat individuen over het algemeen proberen via andere wegen zekerheid te verkrijgen wanneer pensioenen onzekerder worden. Echter, niet alle individuen hebben de financiële mogelijkheid om een buffer te creëren door extra te sparen, wat opnieuw de kwetsbare positie van financieel kwetsbare huishoudens benadrukt.

WAAROM REAGEREN WE NEGATIEF OP VOLATILITEIT?

Hoewel volatiliteit niet per definitie negatief is, aangezien het ook gepaard gaat met positieve veranderingen in het pensioenkapitaal en vermogen, blijkt uit eerste onderzoeken naar toekomstige volatiliteit van Nederlandse pensioeninkomens dat het bij gepensioneerden overwegend negatieve gedachten en gevoelens oproept. Er is een groot aantal psychologische mechanismes die kunnen verklaren hoe individuen omgaan met volatiliteit. Wij lichten twee belangrijke mechanismes uit, die nauw verband houden met de ervaring van pensioenvolatiliteit: verliesaversie en onzekerheidsaversie.

De pijn van een verlaging is veel groter dan het plezier van een verhoging

1 Olivera, J., & Ponomarenko, V. (2017). Pension insecurity and well-being in Europe. *Journal of Social Policy*, 46(3), 517-542.
2 Payne, P., Browning, C., & Kalenkoski, C.M. (2016). Public reaction to stock market volatility: evidence from the ATUS. *Applied Economics Letters*, 23(17), 1197-1200.
3 Ratcliffe, A., & Taylor, K. (2015). Who cares about stock market booms and busts? Evidence from data on mental health. *Oxford Economic Papers*, 67(3), 826-845.
4 Johnsen, J.V., & Willén, A. (2022). The effect of negative income shocks on pensioners. *Labour Economics*, 76, 102175.
5 Agarwal, S., & Qian, W. (2014). Consumption and debt response to unanticipated income shocks: Evidence from a natural experiment in Singapore. *American Economic Review*, 104(12), 4205-30.
6 Van Santen, P. (2019). Uncertain Pension Income and Household Saving. *Review of Income and Wealth*, 65(4), 908-929.

De toename van volatiliteit zal voor de deelnemer een grote verandering zijn

VERLIESAVERSIE: WAT WE HEBBEN, WILLEN WE NIET KWIJTRAKEN

Een belangrijk psychologisch mechanisme dat beïnvloedt hoe individuen reageren op veranderingen in het pensioeninkomen is verliesaversie. Verliesaversie betekent dat individuen een sterkere negatieve reactie hebben op verlies dan een positieve reactie op een winst van dezelfde omvang.[7] In de pensioencontext zou verliesaversie betekenen dat de pijn van een verlaging van het pensioeninkomen met € 100 op het welzijn van de deelnemer veel groter zou zijn dan het plezier dat gepaard gaat met een verhoging van het pensioeninkomen met € 100. Marktomstandigheden zoals inflatie zouden dit effect zelfs kunnen versterken. Een matige verhoging van het pensioen voelt misschien niet als een verbetering wanneer de koopkracht niet substantieel toeneemt.

Verliesaversie kan op twee manieren veroorzaakt worden. Ten eerste hebben mensen over het algemeen een hekel aan het gevoel dat gepaard gaat met negatieve gebeurtenissen. Daarnaast reageert men negatief op het verlies van bezittingen. Bij het verlies van pensioeninkomen kunnen beide krachten een rol spelen.[8] Inkomensverlies heeft een grotere impact op het algemene welzijn dan inkomenswinst.[9] Daarom kan worden verwacht dat zelfs na meerdere jaren waarin het pensioenkomen hoger is dan verwacht, individuen nog steeds sterk negatief zouden reageren op een daaropvolgende verlaging van het pensioeninkomen, omdat zij zich aan dit nieuwe pensioen aanpassen en het als een referentiepunt beginnen te zien.

Het referentiepunt van individuen is essentieel om verliesaversie te begrijpen. Een referentiepunt is een basis van waaruit een individu iets beoordeelt. Als we bijvoorbeeld willen begrijpen hoe ingrijpend het voor een individu is om een inkomensvermindering van € 200 te ervaren, moeten we weten vanuit welk gezichtspunt hij dit beoordeelt. Allereerst zijn er objectieve referentiepunten, zoals het inkomen dat iemand momenteel heeft – het verlies van € 200 zal waarschijnlijk meer impact hebben op iemand die momenteel een inkomen van € 1.000 heeft dan op iemand die een inkomen van € 5.000 heeft. Referentiepunten zijn echter niet per definitie objectief. Zo kan het negatieve effect van een pensioenverlaging worden afgezwakt door deze te vergelijken met een (lagere) historische trend. Daarentegen is het mogelijk dat wanneer een gepensioneerde een jaar een grote winst in pensioeninkomen ervaart en het daaropvolgende jaar een klein verlies ervaart, dit als een daadwerkelijk verlies wordt ervaren, ook al blijft het uiteindelijke pensioeninkomen hoger dan het bedrag dat de gepensioneerde twee jaar daarvoor had, omdat het hogere pensioeninkomen nu het referentiepunt is geworden.

Bezit speelt ook een rol bij het begrijpen van verliesaversie. Individuen waarderen dingen die zij tot hun bezit rekenen. Dit '*endowment effect*'[10] (zie ook noot 7) speelt een belangrijke rol bij het begrijpen van de mogelijke impact van het verlies van pensioeninkomen. Als individuen al een bestemming voor hun toekomstige inkomen in gedachten hebben en niet verwachten dat zij dit inkomen zullen moeten opgeven, kan dit de verliesaversie vergroten.[11] Gepensioneerden kunnen bij een daling van het pensioeninkomen het gevoel hebben dat er eigendom, waarvoor zij lang en hard hebben gewerkt, wordt afgenomen. De vergelijking met het salaris van vroeger kan de verwachting van een stabiel inkomen als bezit versterken. Wanneer een gepensioneerde een pensioen als salaris beschouwt, zal het lastiger zijn om te accepteren dat het fluctueert, gezien dat het salaris vroeger geen neerwaartse fluctuaties had.

AMBIGUÏTEITSAVERSIE: WE WILLEN NIET ONZEKER ZIJN OVER WAT ER EVENTUEEL KAN GEBEUREN

Onzekerheid kan gedefinieerd worden als een gebrek aan kennis over wanneer, waar, hoe of waarom een gebeurtenis zich zal voordoen.[12] Onzekerheid wordt over het algemeen als negatief ervaren en kan leiden tot negatieve gevoelens.[13] Het gevoel van dreiging dat gepaard gaat met onzekerheid kan leiden tot over-

7 Kahneman, D., Knetsch, J.L., & Thaler, R.H. (1991). Anomalies: The endowment effect, loss aversion, and status quo bias. *Journal of Economic perspectives*, 5(1), 193-206.

8 Brenner, L., Rottenstreich, Y., Sood, S., & Bilgin, B. (2007). On the psychology of loss aversion: Possession, valence, and reversals of the endowment effect. *Journal of Consumer Research*, 34(3), 369-376.

9 Boyce, C.J., Wood, A.M., Banks, J., Clark, A.E., & Brown, G.D. (2013). Money, well-being, and loss aversion: Does an income loss have a greater effect on well-being than an equivalent income gain? *Psychological science*, 24(12), 2557-2562.

10 Knetsch, J.L. (1989). The endowment effect and evidence of nonreversible indifference curves. *The american Economic review*, 79(5), 1277-1284.

11 Novemsky, N., & Kahneman, D. (2005). The boundaries of loss aversion. *Journal of Marketing research*, 42(2), 119-128.

12 Knight, F.H. (1921). Risk, uncertainty and profit (Vol. 31). Houghton Mifflin.

13 Bar-Anan, Y., Wilson, T.D., & Gilbert, D.T. (2009). The feeling of uncertainty intensifies affective reactions. Emotion, 9(1), 123.

matige bezorgdheid.[14] Informatie over het feit dat pensioenen mogelijk volatieler worden, leidt daarom tot overwegend negatieve reacties bij de gepensioneerden.

In de economische en psychologische literatuur wordt de term 'ambiguïteit-aversie' gebruikt om onze afkeer voor onzekerheid te duiden: individuen hebben een voorkeur om de kans dat een gebeurtenis zich voordoet te kennen. Ambiguïteit wordt hier gedefinieerd als onzekere situaties waarbij de kans dat een gebeurtenis zich voordoet niet bekend is. Ambiguïteit is dus rechtstreeks relevant voor de pensioencontext, waar de waarschijnlijkheid van marktontwikkelingen onbekend is. Het is onmogelijk om exacte statistieken te geven over het optreden van marktstijgingen of -dalingen en de bijbehorende gevolgen voor het pensioenkapitaal en pensioenuitkeringen.

Het feit dat individuen ambiguïteit-avers zijn, kan worden veroorzaakt door onjuiste schattingen over hoe vaak negatieve effecten op kunnen treden. Wanneer individuen lezen over ambiguïteit, zijn ze geneigd de waarschijnlijkheid van negatieve gebeurtenissen te overschatten, ook wel negativiteitsbias genoemd.

> Dat pensioenen volatieler worden leidt tot overwegend negatieve reacties bij gepensioneerden

UITDAGINGEN IN DE COMMUNICATIE OVER VOLATILITEIT

De literatuur en eerste onderzoeken over schommelen van pensioenen, maken duidelijk dat effectieve communicatie over volatiliteit van toekomstige pensioenkapitalen en pensioeninkomens een grote uitdaging vormt. Helaas biedt de huidige literatuur ons geen directe handvatten om deze uitdaging op te lossen. Er is namelijk tot op heden geen academisch onderzoek dat beschrijft hoe pensioenvolatiliteit moet worden gecommuniceerd. Om die reden voeren APG en Universiteit Maastricht een gezamenlijk communicatie-onderzoek uit dat erop is gericht om gepensioneerden de onzekerheid over de hoogte van het pensioeninkomen zo goed mogelijk te laten begrijpen en accepteren. In dit onderzoek worden ook inzichten uit de literatuur over de communicatie van onzekerheid in het medisch domein meegenomen. In zowel de pensioencontext als de medische context is communicatie over onzekerheid van groot belang, complex en zorgt het vooral voor negatieve reacties.

Een belangrijk concept om in gedachten te houden bij de communicatie over onzekerheid is de rekenvaardigheid van individuen. In de literatuur wordt de term rekenvaardigheid of *numeracy* gebruikt voor het vermogen om kansen te berekenen en met cijfers te werken. In het medische domein wordt rekenvaardigheid vaak bestudeerd, omdat het een grote invloed kan hebben op hoe goed individuen communicatie over onzekerheid begrijpen.[15] Daarnaast kan rekenvaardigheid ook van invloed zijn op de voorkeuren voor het soort informatie dat wordt ontvangen. Individuen met weinig rekenvaardigheid stellen het wellicht niet op prijs als dienstverleners toegeven dat er onzekerheid is, omdat dit hen in verwarring kan brengen.[16]

Verder illustreert onderzoek in de gezondheidscommunicatie het belang van vertrouwen bij het communiceren over onzekerheid.[17] In een opiniestuk stelt een auteur dat het belangrijk is dat individuen geloven dat een dienstverlener het beste met hen voor heeft. Hij merkt ook op dat het belangrijk is om vertrouwen op te bouwen in tijden dat het systeem goed werkt, zodat er een reservoir van vertrouwen ontstaat dat kan worden gebruikt in tijden van crisis. Het zou waardevol zijn om te onderzoeken welke communicatiestrategieën het vertrouwen vergroten. Een mogelijke strategie zou kunnen zijn om te laten zien dat in het verleden de pensioenen inderdaad werden verhoogd zodra dit mogelijk was.

Een specifieke uitdaging die in gedachten moet worden gehouden bij communicatie over pensioenvolatiliteit is dat deelnemers niet neutraal zijn bij het interpreteren van feitelijke informatie.[18] In een onderzoek in Nederland konden mensen reageren op een brief waarin (elementen van) het nieuwe pensioenstelsel op een toegankelijke manier werden uitgelegd. Terwijl alle deelnemers exact dezelfde tekst ontvingen, verschilde de manier waarop deze werd geïnterpreteerd enorm. De auteurs betogen dat zelfs eenvoudige feitelijke informatie niet op een neutrale manier wordt verwerkt, maar daarentegen juist gebaseerd wordt op se-

14 Bredemeier, K., & Berenbaum, H. (2008). Intolerance of uncertainty and perceived threat. *Behaviour Research and Therapy*, 46(1), 28-38.

15 Peters, E., Västfjäll, D., Slovic, P., Mertz, C.K., Mazzocco, K., & Dickert, S. (2006). Numeracy and decision making. *Psychological science*, 17(5), 407-413.

16 Spiegelhalter, D., Pearson, M., & Short, I. (2011). Visualizing uncertainty about the future. *Science*, 333(6048), 1393-1400.

17 Shore, D.A. (2003). Communicating in times of uncertainty: the need for trust. *Journal of health communication*, 8(S1), 13-14.

18 Van Hekken, A., Hoofs, J., & Brüggen, E.C. (2022). Pension participants' attitudes, beliefs, and emotional responses to the new Dutch pension system. *De Economist*, 1-22.

lectieve perceptie, die te maken heeft eerdere overtuigingen, misvattingen, emoties en attitudes. Als hiermee geen rekening wordt gehouden bij communicatie over volatiliteit, bestaat het risico dat de boodschap verkeerd wordt geïnterpreteerd. Dit kan vervolgens betekenen dat deelnemers hun (re)acties baseren op onjuiste informatie en minder geneigd zijn de inhoud van de communicatie te accepteren.

Bagatelliseer de subjectieve ervaring van deelnemers niet

CONCLUSIES EN AANBEVELINGEN

De overgang naar het nieuwe pensioenstelsel gaat gepaard met veranderingen. Voor de deelnemer zal de toename in volatiliteit een grote verandering betekenen. De tijd zal leren hoe deze wijzigingen uitpakken, hoe volatiel pensioenvermogens en uitkeringen daadwerkelijk worden en hoe communicatie over volatiliteit het beste vormgegeven kan worden. We concluderen met vier aanbevelingen.

1 **Bagatelliseer de subjectieve ervaring van deelnemers niet.** Op basis van de academische literatuur over het effect van volatiliteit op welzijn en het bestaan van verlies-aversie en ambiguïteitsaversie, betogen wij dat de mogelijke effecten van volatiliteit voor deelnemers niet gebagatelliseerd moet worden. Zelfs wanneer een schommeling van een pensioenvermogen of pensioeninkomen objectief gezien minimaal is, kan de perceptie van schommelingen nog steeds tot negatieve gevoelens leiden.

2 **Houd rekening met bestaande attitudes en referentiepunten.** De attitudes van individuen beïnvloeden hoe zij informatie interpreteren, zelfs wanneer deze informatie feitelijk en neutraal is. Daarom is het van groot belang om inzicht te krijgen in de attitudes die mensen vooraf hebben, om te voorkomen dat informatie verkeerd wordt geïnterpreteerd. Naast algemene attitudes moet bijzondere aandacht worden besteed aan referentiepunten. Individuen construeren hun reacties op een verandering op basis van hun huidige referentiepunt. Het is echter mogelijk om een nieuw referentiepunt in te voeren. Als een verlies wordt meegedeeld, vergelijken deelnemers normaliter het nieuwe pensioeninkomen met hun huidige pensioeninkomen – wat verliesaversie teweegbrengt. Deze negatieve reactie kan misschien worden verzacht door ook andere referentiepunten te presenteren, zoals bijvoorbeeld het pensioenbedrag dat zou zijn opgebouwd als er niet of alleen met weinig risico zou zijn geïnvesteerd.

3 **Test de bewoordingen die gebruikt worden in communicatie.** Denk zorgvuldig na over de precieze bewoordingen die gebruikt worden in pensioencommunicatie. De manier waarop een boodschap wordt geformuleerd kan een grote invloed hebben op hoe de boodschap wordt ontvangen. Omdat individuen negatiever reageren op verlies wanneer zij een gevoel van eigendom over iets ervaren, is het belangrijk om in de communicatie termen te vermijden die verwijzen naar eigendom. Daarnaast kan geëxperimenteerd worden met hoe onzekerheid wordt gecommuniceerd. Het is bijvoorbeeld mogelijk om naast informatie over onzekerheid en veranderingen ook te benadrukken welke dingen hetzelfde blijven.

4 **Houd rekening met financieel kwetsbare individuen.** De financiële mogelijkheden van een individu kunnen van invloed zijn op het vermogen om met pensioenvolatiliteit om te gaan. Uit onderzoek blijkt consequent dat financieel kwetsbare individuen sterker reageren op volatiliteit. Het zou relevant zijn om te onderzoeken hoe verschillende niveaus van volatiliteit de financiële kwetsbaarheid kunnen beïnvloeden: sommige huishoudens kunnen bijvoorbeeld een inkomensvermindering van 1-3 % wel aan, maar een grotere schommeling niet.