JOURNAL OF FINANCIAL PLANNING · JUNE 2026 · IDENTIFI 번역 시리즈

수익률 순서 리스크를 *넘어서*

은퇴 안정을 위협하는 네 가지 리스크

은퇴설계는 불확실한 기간에 걸쳐 복수의 영역에서 내려야 하는 일련의 결정들로 이루어진다. 이 같은 복잡성을 다루려면 리스크에 대한 동적인 시각이 필요하다.

원문 저자 Chris Heye, Ph.D.
번역 정원준 CFP / IdentiFi

발행기관 Financial Planning Association
번역 기준일 2026년 06월
원문 제목 Beyond Sequence of Returns: The Four Risks to Retirement Security

은퇴설계는 전통적으로 투자 문제로 프레임되어 왔다. 수익률을 모델링하고, 포트폴리오를 최적화하며, 다양한 시장 시나리오에 대비해 전략을 검증하는 방식이 그것이다. 투자 전략만 제대로 잡으면 나머지 계획은 자연히 따라온다는 가정이 그 바탕에 깔려 있다.

그러나 현실에서 재무설계 업계는 투자 포트폴리오 관리에 대해서는 점점 더 정교한 기법을 개발해 온 반면, 실제 소비자 행동과 은퇴 결과를 좌우하는 리스크의 전체 범위를 파악하고 완화하는 데는 상대적으로 미흡했다. 은퇴 기간의 장기화, 의료비·돌봄 비용의 급등, 그리고 커져가는 설계 복잡성은 은퇴 지형을 근본적으로 바꾸어 놓고 있으며, 이 새로운 현실에 더 부합하는 새로운 프레임워크의 필요성을 시사한다.

보다 효과적인 접근법은 추상적 개념이 아닌, 개인과 가족이 실제로 경험하는 구체적인 리스크 개념에서 출발하는 것이다. 그런 다음, 시장 성과·금리·인플레이션이 초래하는 리스크만이 아니라 *모든* 리스크를 완화하는 방향으로 설계 전략을 구축해야 한다.

왜 은퇴 지형이 바뀌고 있는가

오늘날의 은퇴설계는 한두 세대 전과는 본질적으로 다르다. 역사적으로 은퇴 기간은 짧았고, 기업 퇴직연금과 사회보장제도가 안정적인 소득을 제공하면서 지속적인 재무설계 및 의사결정의 필요성을 상당 부분 줄여주었다.

역주

미국의 기업 퇴직연금(corporate pension)은 확정급여형(DB형)으로, 한국의 DB형 퇴직연금과 유사하게 기업이 직원에게 일정 급여를 보장한다. 사회보장제도(Social Security)는 미국의 공적 노후소득보장 제도로, 한국의 국민연금에 해당한다.

오늘날 사람들은 전통적인 은퇴 연령 이후로 수십 년을 더 살아가는 경우가 많다. 의학의 발전이 수명을 연장하고 있지만, 노년기 후반은 비용이 많이 들고 건강·주거·재정의 큰 전환을 성공적으로 헤쳐 나가야 하는 시기이기도 하다. 동시에 은퇴 관리의 책임은 정부기관과 연금 공급자에서 개인으로 거의 전적으로 이전되었다. 한때 비교적 짧고 단순했던 기간이 이제는 길고 복잡한 설계 지평으로 변했다.

이러한 변화는 과거에는 은퇴설계에서 덜 중요했지만 이제는 높은 수준의 불확실성·복잡성·불안을 야기하는 재무 리스크들을 파악하고 관리하는 일의 중요성을 한층 끌어올렸다.

이 변화를 이해하는 한 가지 방법은, 은퇴설계를 재무 결과와 그 결과를 이끄는 의사결정 모두를 형성하는 **네 가지 주요 리스크 범주**를 관리하는 과정으로 개념화하는 것이다.

RISK 01

장수 리스크 (Longevity Risk): 은퇴설계 리스크의 원조

장수 리스크, 즉 자산보다 오래 사는 가능성은 은퇴설계에서 오랫동안 핵심 관심사였다. 어떤 면에서 그것은 우리가 알고 있는 현대적 은퇴 투자·설계를 탄생시킨 리스크라고도 할 수 있다.

기대수명이 늘고 연금 소득이 줄면서, 개인들은 매우 불확실한 기간을 스스로 재정적으로 감당해야 하는 책임이 점점 더 커지고 있다. 문제는 단순히 오래 사는 것이 아니라, '얼마나 더 오래' 살게 될지 모른다는 데 있다. 이 불확실성은 근본적인 설계 과제를 만들어낸다. 자산은 알 수 없는 수명에 걸쳐 지출을 지탱할 수 있을 만큼 오래 지속되어야 한다.

투자 측면의 함의는 잘 알려져 있다. 포트폴리오는 성장과 보존을 균형 있게 유지하고, 시간이 지나도 인출을 지속할 수 있으며, 수익률 변동성에도 회복력을 갖춰야 한다. 생애주기 투자(life cycle investing), 동적 자산배분(dynamic asset allocation), 종신 소득 전략을 통한 리스크 풀링(risk pooling) 등 이러한 과제를 다루는 방법에 대한 방대한 연구가 축적되어 있다.

장수 리스크의 특성 중 하나는 통계적 모델링에 적합하다는 점이다. 사망률 가정을 추정할 수 있고, 수익률 분포를 시뮬레이션할 수 있으며, 인출 전략을 시나리오별로 스트레스 테스트할 수 있다. 결과는 여전히 불확실하지만, 프레임워크 자체는 분석적으로 일관성이 있으며 투자 실무에 깊이 내재되어 있다.

RISK 02

시장 리스크 (Market Risk): 알려진 미지수들

시장 리스크는 시장 변동성·인플레이션·수익률 순서 리스크(sequence-of-returns risk)에 대한 은퇴소득의 취약성을 반영한다. 이론적으로 충분한 설계라 하더라도, 특히 은퇴 초기에 수익률이 크게 요동치면 재무적 결과가 크게 달라질 수 있다.

역주

수익률 순서 리스크(sequence-of-returns risk)란 은퇴 초기에 큰 손실을 경험할 경우, 동일한 평균 수익률이라 해도 그렇지 않은 경우보다 은퇴자산이 훨씬 빨리 고갈되는 현상을 말한다.

이 리스크 차원은 광범위하게 연구되었으며 비교적 잘 이해되어 있다. Bengen의 기초 연구와 Guyton·Klinger의 후속 연구를 포함한 방대한 투자 연구들은, 은퇴소득이 수익률의 수준뿐 아니라 그 시기에도 얼마나 민감한지를 보여주었다. 특히 수익률 순서 리스크는, 평균 수익률이 동일하더라도 이익과 손실이 *언제* 발생하느냐에 따라 결과가 크게 달라질 수 있음을 잘 보여준다.

이후 분산투자(diversification), 동적 인출 규칙, 소득 창출 또는 리스크 완화 자산의 활용 등 시장 주도 불확실성을 관리하기 위한 다양한 전략들이 개발되었다. 이러한 접근법들은 다양한 시장 상황에서 은퇴 포트폴리오의 소득을 안정화하고 회복력을 높이는 것을 목표로 한다.

시장 리스크의 특징적인 면은, 장수 리스크와 마찬가지로 상당 부분 '모델링 가능'하다는 것이다. 잘 확립된 도구와 가정을 사용해 시뮬레이션하고, 스트레스 테스트하며, 포트폴리오 설계에 반영할 수 있다. 그 결과 은퇴설계 프레임워크에서 핵심적인 위치를 차지해 왔다.

동시에, 이 상대적인 다루기 쉬움은 의도치 않은 결과를 낳았다. 시장 리스크는 어느 정도 정밀하게 측정하고 관리할 수 있기 때문에, 은퇴설계 전략에서 종종 지배적인 위치를 차지해 왔다—모델링하기는 어렵지만 결과 측면에서 결코 덜 중요하지 않은 다른 리스크들을 희생시키면서.

전통적 은퇴설계의 점증하는 불완전성

수십 년 동안 은퇴설계는 장수 리스크와 시장 리스크의 모델링에 기반을 두어 왔다. 두 가지 모두 여전히 필수적이지만, 이제는 수명이 길어진 시대에 은퇴 결과를 형성하는 불확실성과 위협의 전체 범위를 포괄하지 못하게 되었다.

장수 리스크는 단순히 자산이 얼마나 오래 지속되어야 하는가의 문제가 아니다. 그것은 의료비와 돌봄 비용의 상승 및 불확실성에 의해서도 크게 영향을 받는다. 이러한 비용들은 예측하기 어렵고, 시간이 지남에 따라 상당히 변동할 수 있으며, 아무리 잘 구성된 재무 계획도 무너뜨릴 수 있다.

동시에, 시장 리스크는 개인이 시장 불확실성에 *어떻게 반응하는지*를 충분히 포착하지 못한다. 시장 변동성과 등락하는 소득 흐름은 포트폴리오에만 영향을 미치는 것이 아니라 행동에도 영향을 미친다. 불안·과잉확신·충동적 의사결정은, 기술적으로는 건전하지만 시간이 지남에 따라 지속하기 어려운 전략들을 훼손할 수 있다.

RISK 03

건강 리스크 (Health Risk): 주변부에서 핵심으로

개인 소득·저축·지출에 미치는 영향이 커짐에 따라, 건강 관련 리스크는 은퇴설계의 주변부에서 중심으로 이동했다.

인구 수준의 건강 데이터를 보면, 노년기에 만성질환을 앓는 것은 드문 일이 아니라 오히려 일반적인 현상이다. 미국 성인의 약 76%가 최소 하나의 만성질환을 가지고 있으며, 절반 이상이 두 가지 이상을 가지고 있다. 나이가 들수록 암·심혈관

질환·당뇨병 같은 심각한 건강 상태를 경험할 가능성이 크게 높아지는데, 이는 종종 수년 또는 수십 년에 걸친 매우 비싼 치료와 돌봄을 필요로 한다.

> 역주
> 한국의 경우도 유사하게, 건강보험심사평가원 데이터에 따르면 65세 이상 노인의 상당수가 복수의 만성질환을 보유하고 있으며, 노인 의료비 지출이 전체 의료비에서 차지하는 비중이 지속적으로 증가하고 있다.

주요 의학적 발전에도 불구하고, 수명(lifespan)과 건강수명(healthspan)—건강하게 살아가는 기간—사이의 간격은 최근 들어 오히려 벌어졌다. 많은 사람들이 더 오래 살고 있지만, 반드시 건강한 상태는 아니다. 추정에 따르면 미국인들은 삶의 10년 이상을 만성질환·장애 또는 심각한 인지 저하를 관리하며 보낼 수 있다.

높은 의료비와 장기요양 비용은 은퇴설계 전략과 결과에 심대한 함의를 지닌다. 의료비는 피할 수 없고 불확실성도 크다. 의료 서비스 가격은 1970년 이후 전반적인 인플레이션의 두 배 이상 속도로 상승하여, 은퇴자들의 재정 부담을 꾸준히 키워왔다. 만성질환의 일상적인 치료도 비용이 상당하지만, 암이나 진행성 심혈관 질환 같은 중증 질환은 평생 저축을 고갈시킬 수 있는 자기부담금을 초래할 수 있다.

장기요양(long-term care)은 또 다른 층위의 리스크를 더한다. 성인 10명 중 약 7명이 어떤 형태로든 장기요양을 필요로 하며, 돌봄이 필요할 경우 종종 여러 해에 걸쳐 지속된다. 재가 서비스든, 생활보조시설이든, 요양원이든 이러한 서비스들은 연간 $100,000를 쉽게 초과할 수 있으며, 통상 메디케어(Medicare)로는 보장되지 않는다.

> 역주
> 미국의 장기요양 서비스는 메디케어(노인 의료보험)로 대부분 보장되지 않으며, 메디케이드(저소득층 의료보험)는 자산을 거의 소진한 경우에만 혜택을 받을 수 있다. 한국에서는 노인장기요양보험을 통해 일정 부분 공적 지원이 이루어지나, 고비용 서비스의 경우 본인 부담이 상당하다.

이러한 리스크들은 전통적인 투자 리스크와 구조적으로 다르다. 시장 변동성은 간헐적이며 시간이 지나면 회복할 수 있다. 반면 건강 관련 리스크는 종종 지속적이고 진행성이며, 많은 경우 비가역적이다. 건강 이벤트는 단순히 일시적인 재정 충격을 만들어내는 것이 아니라, 지출 패턴·소득 필요·돌봄 책임·재무 의사결정의 복잡성을 영구적으로 바꿀 수 있다.

따라서 소비자들이 은퇴 후 재정적 걱정 1순위로 의료비와 장기요양 비용을 꼽으며, 종종 인플레이션이나 시장 하락에 대한 우려보다 높게 평가하는 것은 놀랍지 않다.

RISK 04

의사결정 리스크 (Decision Risk): 은퇴 결과에 대한 숨겨진 가장 큰 위협

의사결정 리스크는 행동 편향·정서적 스트레스·인지 저하에 의해 유발되는 인간 의사결정 능력의 한계로 인해 재무적 결과가 부정적인 영향을 받을 가능성을 말한다.

이 리스크는 행동재무학(behavioral finance)에서 오래전부터 인식되어 왔다. 수십 년간의 연구는 개인이 일관되게 합리적인 재무적 결정을 내리지 않으며, 대신 휴리스틱(heuristics)에 의존하고 손실 회피(loss aversion)·과잉확신(overconfidence)·프레이밍 효과(framing effects) 같은 편향에 영향을 받는다는 것을 보여주었다. 이러한 경향은 저축·투자·지출 결정에서 체계적인 오류로 이어질 수 있다.

의사결정 리스크의 또 다른—그리고 점점 더 중요해지는—요인은 노화에 따른 인지 저하다. 행동 편향이 *의사결정 방식*에 영향을 미치는 것과 달리, 인지 저하는 *의사결정 능력 자체*를 손상시킬 수 있다. 기억력·집중력·실행 기능의 변화는 재무 정보를 이해하고, 득실을 따지며, 복잡한 재무 업무를 관리하는 개인의 능력을 저하시킬 수 있다.

이러한 리스크들은 은퇴설계의 맥락에서 특히 중요하다. 재무적 의사결정 책임은 종종 노년기에 증가하는데, 이는 바로 인지 능력이 저하되기 시작할 수 있는 시기이다. 개인들은 투자 포트폴리오를 관리하고, 계좌를 모니터링하며, 인출 결정을 내리고, 금융사기로부터 스스로를 보호해야 한다—신체적·인지적 건강이 저하되는 상황에서, 대개는 도움도 없이.

이러한 역학은 이전 세대에서는 훨씬 덜 두드러졌다. 은퇴 기간은 짧았고, 금융 시스템은 더 단순했으며, 인지 저하가 장기간 지속될 만큼 오래 사는 사람도 드물었다.

상황이 달라졌다. 추정에 따르면 65세 이상 성인의 약 14%가 치매를 앓고 있으며, 추가로 약 15%가 경도 인지장애(mild cognitive impairment)를 경험하고 있다. 인지 저하 가능성은 연령이 높아질수록, 특히 70대 후반과 80대로 접어들면서 크게 증가한다.

연구에 따르면 재정적 어려움, 연체, 신용점수 하락 등 다른 형태의 어려움이 공식적인 치매 진단 수년 전에 나타날 수 있다. 더 넓게 보면, 재무 의사결정 능력은 생애주기에 걸쳐 역U자형 패턴을 따르는 것으로 보인다—중년에 정점에 달했다가 이후 점차 하락한다.

누적 효과는 상당할 수 있다. 잘못된 의사결정, 금융사기, 재정 혼란, 기회 손실은 시간이 지나면서 가계 자산을 서서히 갉아먹을 수 있다. 최근 증거에 따르면, 인지 저하의 영향을 받은 가구는 진단 전 수년에 걸쳐 순자산이 약 25% 감소하는 것으로 나타났다.

이러한 손실은 통상 은퇴설계 논의를 지배하는 시장 리스크와 비교할 때 두드러진다. 시장은 항상 회복되며, 그 기간도 비교적 짧은 경우가 많다. 반면 잘못된 의사결정으로 인한 손실은 종종 영구적이며 시간이 지남에 따라 복리로 악화될 수 있다.

FIGURE 1

은퇴 결과는 전통적인 장수·소득 리스크를 넘어서는 복수의 상호작용 리스크에 의해 형성된다



출처: Heye, Chris. 2026. *Journal of Financial Planning* (June). / 번역: 정원준 CFP

결론

투자 전략을 넘어서

더 넓은 함의는 간명하다. 투자 전략은 여전히 필수적이지만, 더 이상 충분하지 않다. 장수·소득 안정·건강·의사결정 리스크는 이제 함께 작용하며 은퇴 결과를 형성한다.

아무리 잘 설계된 투자 전략이라 하더라도, 그것은 미래의 일련의 결정들을 전제로 한다. 자산배분은 유지되거나 조정되어야 한다. 인출 전략은 실행되고 재검토되어야 한다. 시장 변동성은 헤쳐 나가야 한다. 건강 이벤트와 예기치 못한 지출은 진화하는 계획에 반영되어야 한다.

장수 리스크와 소득 리스크에 주로 집중하면서 건강 리스크와 의사결정 리스크를 과소평가하는 것은 더 이상 은퇴설계를 위한 완전하거나 책임 있는 프레임워크가 아니다.

은퇴설계가 역사적으로 투자 전략을 중심으로 구축되어 왔다면, 다음 단계의 진화는 의사결정 역량을 유지하고 관리하는 데 보다 명시적으로 초점을 맞추는 것일지도 모른다.

미주 (ENDNOTES)

1. Bodie, Zvi. 1990. "Pensions as Retirement Income Insurance." *Journal of Economic Literature* 28(1): 28–49.
2. Merton, Robert C. 2012. "Funding Retirement: Next Generation Design." *JASSA: The Finsia Journal of Applied Finance* (4).
3. Bengen, William P. 1994. "Determining Withdrawal Rates Using Historical Data." *Journal of Financial Planning* 7(4): 171–180.
4. Guyton, Jonathan T., and William J. Klinger. 2006. "Decision Rules and Maximum Initial Withdrawal Rates." *Journal of Financial Planning* 19(3): 48–58.
5. Centers for Disease Control and Prevention. 2023. "Chronic Diseases in America."
6. Garmany, Armin, et al. 2024. "Global Healthspan–Lifespan Gaps Among 183 WHO Member States." *JAMA Network Open.*
7. Bureau of Labor Statistics. "Consumer Price Index: Medical Care vs. All Items."
8. U.S. Department of Health and Human Services. "Long-Term Care: How Much Care Will You Need?"
9. Genworth Financial. 2023. "Cost of Care Survey."
10. Heye, Chris. 2026. "The Growing Influence of Health Risks on Retirement Security." LIMRA Retirement Income Institute.
11. Barberis, Nicholas, and Richard Thaler. 2003. "A Survey of Behavioral Finance." In *Handbook of the Economics of Finance.*
12. Weiner, Anthony, et al. 2017. "Cognitive Function as a Proxy of Financial Decision Making in Older Primary Care Adults." *Alzheimer's & Dementia* 13(7S).
13. Heye, Chris. 2026. *Decision Risk and the Desirability of Protected Income.* Windsor, CT: LIMRA Retirement Income Institute.
14. Heye, Chris. 2022. "Examining the Prevalence of Diminished Capacity." *Journal of Financial Planning* 35(8): 62–66.
15. Hersch Nicholas, Lauren, et al. 2021. "Financial Presentation of Alzheimer Disease and Related Dementias." *JAMA Internal Medicine* 181(2): 220–227.
16. Agarwal, Sumit, et al. 2009. "The Age of Reason: Financial Decisions over the Life Cycle." *Brookings Papers on Economic Activity* 2009(2): 51–117.
17. Li, Jing. 2026. "Dementia and Long-run Trajectories in Household Finances." NBER Working Paper No. 34659.

ORIGINAL TEXT

Beyond Sequence of Returns

The Four Risks to Retirement Security

Author: Chris Heye, Ph.D., Founder and CEO of Whealthcare Planning and Whealthcare Solutions
Source: *Journal of Financial Planning*, June 2026 — Financial Planning Association (FPA)
URL: https://www.financialplanningassociation.org/learning/publications/journal/JUN26-beyond-sequence-returns-four-risks-retirement-security-OPEN
Translation: 정원준 CFP / IdentiFi | 번역 기준일: 2026년 06월

Retirement planning has traditionally been framed mostly as an investment problem. We model returns, optimize portfolios, and evaluate strategies against various market scenarios. The underlying assumption is that if we get the investment strategy right, the rest of the plan will follow.

But in practice, while the financial planning industry has developed increasingly sophisticated approaches to managing investment portfolios, it has been less successful in identifying and mitigating the full range of risks that actually drive consumer behavior and retirement outcomes. Longer retirement periods, accelerating health- and long-term care costs, and growing planning complexity are dramatically reshaping the retirement landscape, suggesting the need for a new framework, one based more closely on these new realities.

A more effective approach is to start with the concept of risk itself, not as an abstract notion, but as something experienced on a regular basis by individuals and families. Then, build planning strategies aimed at mitigating *all* risks, not just those posed by market performance, interest rates, or inflation.

Why the Retirement Landscape Is Changing

Planning for retirement today is fundamentally different than it was a generation or two ago. Historically, retirements tended to be short, and corporate pensions and Social Security played a large role in providing stable income and reducing the need for ongoing financial planning and decision-making.

Today, individuals are living longer, often decades beyond the traditional age of retirement. However, while advances in medical research are extending life, the latter years of our lives are often expensive and require us to successfully navigate major health, living, and financial transitions. At the same time, responsibility for managing retirement has shifted away from government agencies and pension providers almost entirely to individuals. What was once a relatively short and uncomplicated time frame has become a long and complex planning horizon.

This shift has elevated the importance of identifying and mitigating financial risks that were previously less central to retirement planning but that now create high levels of uncertainty, complexity, and anxiety.

One way to make sense of this evolution is to conceptualize retirement planning as a process of managing four major risk categories that shape both financial outcomes and the decisions that drive them.

Longevity Risk: The "OG" of Retirement Planning Risk

Longevity risk, that is, the possibility of outliving one's assets, has long been a central concern in retirement planning. In many ways, it is the risk that gave rise to modern retirement investing and planning as we know it.

As life expectancy increases and pension income decreases, individuals are becoming more and more responsible for funding highly uncertain time horizons. The challenge is not simply living longer but doing so without knowing how

long "longer" actually is. This uncertainty creates a fundamental planning challenge: assets must last long enough to support consumption over an unknown lifespan.

The investment implications are well understood. Portfolios must balance growth and preservation, sustain withdrawals over time, and remain resilient to variability in returns. A substantial body of research has explored how to address these challenges, including life cycle investing, dynamic asset allocation, and the role of risk pooling through lifetime income strategies.

What makes longevity risk particularly tractable is that it lends itself to statistical and other types of modeling. Mortality assumptions can be estimated, return distributions can be simulated, and withdrawal strategies can be stress-tested across scenarios. While outcomes remain uncertain, the framework itself is analytically coherent and deeply embedded in investment practice.

Market Risk: The Known Unknowns

Market risk reflects the vulnerability of retirement income to market volatility, inflation, and sequence-of-returns risk. Even when a plan is theoretically sufficient, variability in returns, particularly early in retirement, can materially alter financial outcomes.

This dimension of risk has been extensively studied and is relatively well understood. A large body of investment research, including foundational work by Bengen and subsequent extensions by Guyton and Klinger, has demonstrated how sensitive retirement income is to both the level and timing of returns. Sequence-of-returns risk, in particular, highlights that identical average returns can produce very different outcomes depending on when gains and losses occur.

A range of strategies has since been developed to manage market-driven uncertainty, including diversification, dynamic withdrawal rules, and the incorporation of income-producing or risk-mitigating assets. These approaches aim to stabilize income and improve the resilience of retirement portfolios under varying market conditions.

A defining feature of market risk is that, like longevity risk, it is to a meaningful extent "modelable." It can be simulated, stress-tested, and incorporated into portfolio design using well-established tools and assumptions. As a result, it has become a central focus of retirement planning frameworks.

At the same time, this relative tractability has had an unintended consequence. Because market risk can be measured and managed with a degree of precision, it has often dominated the retirement planning strategies, sometimes at the expense of other risks that are less easily modeled, but no less consequential.

The Increasingly Incomplete Nature of Traditional Retirement Planning

For decades, retirement planning has been anchored in the modeling of longevity and market risks. While both remain essential, they no longer capture the full range of uncertainties and threats that shape retirement outcomes in an era of longer lifespans.

Longevity risk is not just about how long assets must last. It is also affected dramatically by the rising costs and uncertainties associated with healthcare and caregiving. These costs are often difficult to predict, can vary significantly over time, and can overwhelm even the most well-constructed financial plan.

At the same time, market risk does not fully capture how individuals *respond* to market uncertainty. Market volatility and fluctuating income streams do not just affect portfolios, they influence behaviors. Anxiety, overconfidence, and impulsive decision-making can undermine strategies that are technically sound but difficult to sustain over time.

Health Risk: From the Periphery to the Core

Because of their growing consequences for personal income, savings, and spending, health-related risks have moved from the periphery to the center of retirement planning.

Population-level health data show that suffering from a chronic illness is not a rare event in later life but rather the norm. Approximately 76 percent of adults in the United States live with at least one chronic condition, and more than half have two or more. As individuals age, the likelihood of suffering from a serious health condition like cancer, cardiovascular disease, or diabetes rises significantly, often requiring years or even decades of very expensive treatment and caregiving.

Despite major medical advances, the gap between lifespan and healthspan—how long a person lives and is still healthy—has actually widened in recent years. Many individuals are now living longer, but not necessarily in good health. Estimates suggest that Americans may spend more than a decade of their lives managing chronic disease(s), disability, or significant cognitive decline.

High healthcare and long-term care costs have profound implications for retirement planning strategies and outcomes. Healthcare costs are both unavoidable and highly uncertain. Medical care prices have risen at more than double the rate of overall inflation since 1970, steadily increasing the financial burden on retirees. Even routine treatment for chronic conditions can be costly, while more serious illnesses, such as cancer or advanced cardiovascular disease, can result in out-of-pocket expenses that can deplete a lifetime of savings.

Long-term care introduces an additional layer of risk. Approximately seven in 10 adults will require some form of long-term care, and when care is needed, it often extends over multiple years. These services, whether provided at home, in assisted living, or in a nursing facility, can easily exceed $100,000 per year and are typically not covered by Medicare.

These risks are structurally different from traditional investment risks. Market volatility is episodic and, over time, recoverable. Health-related risks, by contrast, are often persistent, progressive, and in many cases irreversible. A health event does not simply create a temporary financial disruption. It can permanently alter spending patterns, income needs, caregiving responsibilities, and the complexity of financial decision-making.

It is therefore not surprising that consumers consistently rank healthcare and long-term care costs among their greatest financial concerns in retirement, often ahead of worries around inflation or a market downturn.

Decision Risk: The Great Hidden Threat to Retirement Outcomes

Decision risk refers to the possibility that financial outcomes are adversely affected by limitations in human decision-making capacity, whether driven by behavioral biases, emotional stress, or cognitive decline.

This risk has long been recognized in behavioral finance. Decades of research have shown that individuals do not consistently make rational financial decisions, but instead rely on heuristics and are influenced by biases such as loss aversion, overconfidence, and framing effects. These tendencies can lead to systematic errors in saving, investing, and spending decisions.

A second, and increasingly important, driver of decision risk is age-related cognitive decline. Unlike behavioral biases, which affect how decisions are made, cognitive decline can impair the ability to make decisions at all. Changes in memory, attention, and executive function can reduce an individual's capacity to understand financial information, evaluate trade-offs, and manage complex financial tasks.

These risks are particularly relevant in the context of retirement planning. Financial decision-making responsibilities often increase later in life, precisely when cognitive capacity may begin to deteriorate. Individuals need to manage investment portfolios, monitor accounts, make withdrawal decisions, and protect themselves from fraud, often with little help, while coping with declining physical and cognitive health.

Estimates suggest that roughly 14 percent of adults over age 65 have dementia, with an additional 15 percent experiencing mild cognitive impairment. The likelihood of cognitive impairment increases significantly with age, particularly into the late 70s and 80s.

Research shows that financial difficulties, missed payments, declining credit scores, and other indicators of distress can emerge years before a formal dementia diagnosis. More broadly, financial decision-making ability appears to follow an inverse U-shaped pattern over the life cycle, peaking in midlife and gradually declining thereafter.

The cumulative effects can be substantial. Poor decisions, fraud, financial disorganization, and missed opportunities can erode household wealth over time. Recent evidence suggests that households affected by cognitive decline may experience declines in net worth of roughly 25 percent in the years leading up to diagnosis.

Conclusion

The broader implication is straightforward. While investment strategy remains essential, it is no longer sufficient. Longevity, income stability, health, and decision risk now operate together to shape retirement outcomes.

Every investment strategy, no matter how well designed, implies a sequence of future decisions. Asset allocations must be maintained or adjusted. Withdrawal strategies must be implemented and revisited. Market volatility must be navigated. Health events and unexpected expenses must be incorporated into an evolving plan.

Retirement is not a one-time optimization problem. It is an extended sequence of decisions made under uncertainty across all four dimensions. Focusing primarily on longevity and income risk while underweighting health and decision risk is no longer a complete or responsible framework for retirement planning.

If retirement planning has historically been centered on investment strategy, the next evolution may be to focus more explicitly on decision-making capacity and competence.

번역 기준일: 2026년 06월
원문 © Financial Planning Association