

FAQ

Issue 149

April 17, 2019

FOCUSED AND QUICK

โลกใบใหม่ที่ไร้ LIBOR

จิณท์นิภา สารกิจพันธ์, เณศราธร ลลิตวณิชกุล,
ธัญญารัตน์ แพงเกาะ และ ปารีฉัตร อิศระพงศ์ไพศาล

บทความนี้เป็นทรัพย์สินของธนาคารแห่งประเทศไทย
การกล่าว คัด หรืออ้างอิง ข้อมูลบางส่วนตามสมควรในบทความนี้
จะต้องกระทำโดยถูกต้อง และอ้างอิงถึงผู้เขียนและธนาคารแห่งประเทศไทย โดยชัดเจน

ข้อคิดเห็นที่ปรากฏในบทความนี้เป็นความเห็นของผู้เขียน
ซึ่งไม่จำเป็นต้องสอดคล้องกับความเห็นของธนาคารแห่งประเทศไทย



“การเผยแพร่ LIBOR อาจยุติอย่างถาวรหลังปี 2021
ผู้ร่วมตลาดต้องเริ่มศึกษาและเตรียมระบบต่าง ๆ
รวมถึงการปรับสัญญาให้อ้างอิงกับ
อัตราดอกเบี้ยอ้างอิงตัวใหม่”

* ดัดแปลงจาก <https://www.interest.co.nz/opinion/60180/wednesdays-top-10-nz-mint-lets-threaten-cut-babyboomers-benefits-force>

ความเสี่ยงที่ LIBOR ซึ่งเป็นอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงที่ใช้กันอย่างกว้างขวางในตลาดการเงินโลกอาจต้องยุติการเผยแพร่อย่างถาวรหลังปี 2021 ได้กลายเป็นโจทย์สำคัญอย่างน้อย 3 ประการที่ต้องเร่งหาคำตอบ ได้แก่ *ประการแรก* ควรเลือกอัตราอ้างอิงตัวใดมาทดแทน *ประการถัดมา* จะพัฒนาอัตราอ้างอิงตัวใหม่ให้เป็นที่ยอมรับ ตรงกับความต้องการของตลาด และสร้างสภาพคล่องได้อย่างไร และ *ประการสุดท้าย* จะจัดการกับสัญญาทางการเงินที่อิงกับ LIBOR ในอดีตที่ค้างอยู่ ซึ่งมีปริมาณมหาศาลได้อย่างไร ดังนั้น จึงน่าติดตามอย่างยิ่งว่า ตลาดการเงินโลกจะพัฒนาไปในทิศทางใด และจะเปลี่ยนผ่านไปสู่โลกที่ไร้ LIBOR และทดแทนด้วยอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงตัวใหม่ได้อย่างราบรื่นหรือไม่

ในช่วงที่ผ่านมา ได้มีความพยายามจากผู้ร่วมตลาดทั้งภาคสถาบันการเงินและหน่วยงานกำกับดูแลเพื่อที่จะหาคำตอบให้กับโจทย์ทั้ง 3 ประการ สำหรับโจทย์ประการแรก ค่อนข้างจะได้ข้อสรุปร่วมกัน กล่าวคือ ประเทศพัฒนาแล้วส่วนใหญ่เลือกอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงที่ปลอดความเสี่ยงด้านเครดิต หรือ Risk-free reference rates (RFRs) มาทดแทน LIBOR แต่สำหรับโจทย์ประการที่สอง การผลักดันให้ผู้ร่วมตลาดนำอัตราอ้างอิง RFRs ไปใช้อย่างแพร่หลายนั้นยังมีความท้าทายอยู่หลายด้าน อาทิ RFRs ส่วนใหญ่ยังมีเพียงระยะ overnight ซึ่งต่างจาก LIBOR ที่มีหลายระยะและครอบคลุมยาวไปถึง 1 ปี ซึ่งการพัฒนา RFRs ตัวใหม่ให้มี term เหมือน LIBOR นั้นไม่ใช่เรื่องง่าย เพราะนอกจากจะต้องเปลี่ยนความคุ้นชินของตลาดที่มีให้กับ LIBOR แล้ว ยังจะต้องสร้างสภาพคล่องหรือปริมาณธุรกรรมที่อิงกับ RFRs ตัวใหม่ให้มากพอด้วย ซึ่งแนวทางพื้นฐานในการสร้างสภาพคล่อง มักจะเริ่มจากการสร้างและส่งเสริมให้ใช้ผลิตภัณฑ์ทางการเงินและอนุพันธ์ที่อิงกับ RFRs ตัวใหม่ ซึ่งเท่ากับเป็นการดึงให้ผู้ร่วมตลาดมีฐานะที่เกี่ยวข้องกับ RFRs มากขึ้น อีกทั้งยังเป็นการช่วยให้มีเครื่องมือป้องกันความเสี่ยงจากอัตราดอกเบี้ยตัวใหม่ไปในตัว นอกจากนี้ หากมีธุรกรรมในตลาดอนุพันธ์ที่มากพอ ก็สามารถสกัดข้อมูลดังกล่าวเพื่อสร้างอัตราดอกเบี้ยระยะ term ได้ ส่วนโจทย์ข้อสุดท้าย หลายฝ่ายอยู่ระหว่างการเตรียมการหาแนวทางเพื่อปรับสัญญาเดิมที่อ้างอิงกับ LIBOR โดยอาจจะต้องมีการปรับส่วนต่างระหว่าง RFRs กับ LIBOR ด้วย

สำหรับผลกระทบต่อตลาดการเงินไทยนั้น แม้ธุรกรรมที่อ้างอิงกับ LIBOR โดยตรงของไทยมีไม่มาก แต่ผู้ที่มีธุรกรรมการเงินที่อ้างอิง LIBOR ควรเริ่มเตรียมการรองรับไว้แต่เนิ่น ๆ โดยเริ่มจากการสำรวจปริมาณธุรกรรมที่อิง LIBOR ของตนเอง ประเมินผลกระทบเบื้องต้น และหาแนวทางลดผลกระทบที่อาจจะเกิดขึ้น ส่วนผลกระทบทางอ้อมอาจมีมากกว่า เนื่องจากปัจจุบันมีปริมาณธุรกรรมที่อ้างอิงกับอัตรา THBFX ค่อนข้างมากและใช้ LIBOR ในการคำนวณอยู่ ซึ่ง administrator และผู้ร่วมตลาดควรติดตามพัฒนาการของอัตราดอกเบี้ยใหม่ที่จะนำมาใช้แทน LIBOR เพื่อวางแผนหาแนวทางรองรับการปรับ THBFX ร่วมกัน

บทนำ

LIBOR (London Interbank Offered Rate) เป็นอัตราดอกเบี้ยการกู้ยืมแบบไม่มีหลักประกันระหว่างธนาคารชั้นนำในลอนดอน ซึ่งตลาดเคยมองว่าเป็นธุรกรรมที่มีความเสี่ยงต่ำมาก ทำให้ LIBOR มีลักษณะใกล้เคียงอัตราดอกเบี้ยปลอดความเสี่ยงด้านเครดิต (Risk-free rates) และถูกนำไปใช้อ้างอิงในธุรกรรมการเงินต่าง ๆ อย่างกว้างขวาง แต่วิกฤตการเงินโลกในปี 2008 ส่งผลให้ความเสี่ยงของภาคธนาคารเพิ่มขึ้น ตลาดเริ่มเห็นว่า LIBOR ไม่ได้เป็น risk-free rate เช่นเดิม อีกทั้งในเวลาต่อมายังตรวจพบว่า มีความตั้งใจที่จะบิดเบือนอัตราดอกเบี้ย LIBOR ของสถาบันการเงินที่นำส่งข้อมูล (Contributor) เพื่อปกปิดสถานะการเงินที่แท้จริงและเอื้อประโยชน์สำหรับตนจากกรณีอื้อฉาว LIBOR scandal ดังกล่าว ทำให้หน่วยงานกำกับดูแลต่าง ๆ ต้องยกระดับมาตรฐานการจัดทำอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงเพื่อเพิ่มความโปร่งใสและความน่าเชื่อถือ โดยแนวโน้มที่เป็นมาตรฐานสากลคือให้เปลี่ยนไปใช้ข้อมูลจากธุรกรรมที่เกิดขึ้นจริง (transaction based) แทนที่จะใช้ข้อมูลจากการสอบถามความเห็น (quoted or survey based) จากสถาบันการเงินเช่นเดิม อย่างไรก็ตาม ความพยายามดังกล่าวก็มีอุปสรรคเนื่องจากตั้งแต่หลังวิกฤตการเงินโลกปริมาณธุรกรรมการกู้ยืมแบบไม่มีหลักประกันปรับลดลงอย่างต่อเนื่อง แม้แต่ในตลาดที่เคยมีสภาพคล่องสูงอย่างตลาดลอนดอนเองก็ตาม ทำให้จำนวนธุรกรรมอาจมีไม่มากเพียงพอที่จะสร้างความน่าเชื่อถือได้ จน Financial Conduct Authority (FCA) ในฐานะหน่วยงานกำกับดูแลของอังกฤษ

ออกมาประกาศว่า จะไม่บังคับให้ธนาคารต้องส่งข้อมูลเพื่อคำนวณอัตราดอกเบี้ย LIBOR หลังปี 2021 อีกต่อไป^[1] ทำให้หลายฝ่ายวิตกว่า มีความเสี่ยงที่อัตราดอกเบี้ย LIBOR จะยุติการเผยแพร่อย่างถาวร ซึ่งโลกที่ไร้ LIBOR ดังกล่าวอาจสร้างผลกระทบต่อตลาดการเงินโลกในวงกว้างเนื่องจากปริมาณธุรกรรมทางการเงินที่อิงกับ LIBOR มีอยู่เป็นจำนวนมาก ดังนั้น ธนาคารกลางหน่วยงานกำกับดูแล และผู้ร่วมตลาดต่างร่วมกันหาแนวทางเพื่อลดผลกระทบดังกล่าว โดยเริ่มต้นจากการพัฒนาอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงตัวใหม่มาใช้แทนซึ่งประเทศส่วนใหญ่เลือกพัฒนาอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงที่มีคุณลักษณะปลอดความเสี่ยง (Risk-free Reference Rates: RFRs) เป็นพื้นฐาน อย่างไรก็ตาม การสร้างอัตราอ้างอิงตัวใหม่ยังทำได้เฉพาะระยะข้ามคืน (overnight) เท่านั้น และยังคงต้องพัฒนาไปให้ครอบคลุมอายุต่าง ๆ ที่ไกลขึ้นซึ่งยังเป็นประเด็นที่ท้าทาย นอกจากนี้ แม้จะพัฒนาอัตราอ้างอิงตัวใหม่ได้แล้ว แต่ก็ยังมีโจทย์สำคัญที่จะทำให้การเปลี่ยนผ่านไปใช้อัตราอ้างอิงแบบใหม่เป็นไปอย่างราบรื่นด้วย

บทความฉบับนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อสร้างความเข้าใจเกี่ยวกับลักษณะของอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงแต่ละประเภท จากนั้นจะเล่าถึงเหตุการณ์ที่เป็นจุดเปลี่ยนของอัตราดอกเบี้ยอ้างอิง จนนำมาสู่แนวทางการปรับปรุงอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงเดิมและการพัฒนาไปสู่อัตราดอกเบี้ยอ้างอิงใหม่ รวมถึงการเตรียมรองรับหาก LIBOR ยุติการเผยแพร่ เพื่อลดผลกระทบที่อาจเกิดขึ้น และท้ายสุดจะประเมินผลกระทบต่อตลาดการเงินไทย พร้อมทั้งเสนอแนะว่าผู้ร่วมตลาดของไทยควรเตรียมการอย่างไร

1. ทำความรู้จักอัตราดอกเบี้ยอ้างอิง

อัตราดอกเบี้ยอ้างอิง (Reference rate หรือ Interest rate benchmark) ในที่นี้หมายถึง อัตราดอกเบี้ยที่สร้างจากธุรกรรมในตลาดเงินและมีการนำไปใช้ในธุรกรรมการเงินต่าง ๆ เช่น (1) ใช้อ้างอิงในการคำนวณกระแสเงินสด (cash flow) ของธุรกรรมทางการเงินที่มีอัตราดอกเบี้ยลอยตัว ตัวอย่างเช่น ตราสารหนี้ที่อิงกับ LIBOR ระยะ 3 เดือน การใช้อัตราดอกเบี้ยอ้างอิงในลักษณะนี้ช่วยให้ธุรกรรมเป็นมาตรฐาน โปร่งใส เพราะกำหนดที่มาของอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงไว้ชัดเจน และทำให้กระแสเงินสดสัมพันธ์กับทิศทางของอัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงินอีกด้วย (2) ใช้คิดลดกระแสเงินสด (discount) เพื่อหามูลค่าปัจจุบัน (present value) หรือหามูลค่าของเครื่องมือทางการเงินต่าง ๆ

ประเภทของอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงที่ใช้กันอยู่นั้น อาจแบ่งตามธุรกรรมอันเป็นที่มาของอัตราดอกเบี้ย หรือตามตลาดตั้งต้น (underlying market) ดังนี้

(1) IBOR (Interbank Offered Rate) คือ อัตราดอกเบี้ยอ้างอิงที่กำหนดจากธุรกรรมการกู้ยืมแบบไม่มีหลักประกันระหว่างธนาคาร (unsecured interbank market) ซึ่งธุรกรรมการกู้ยืมดังกล่าวมีความเสี่ยงของคู่สัญญาปนอนอยู่ ดังนั้น อัตราดอกเบี้ยอ้างอิงประเภทนี้จึงสะท้อนความเสี่ยงด้านเครดิตของภาคธนาคารด้วย อัตราดอกเบี้ยประเภท IBOR ที่นิยมใช้กันมากที่สุดคือ London Interbank Offered Rate หรือ LIBOR นั่นเอง LIBOR เป็นอัตราดอกเบี้ยด้านปล่อยกู้ระหว่างธนาคารชั้นนำ (prime bank) ในตลาดลอนดอน โดยมี 5 สกุล

ได้แก่ ดอลลาร์ สรอ. (USD) ยูโร (EUR) ปอนด์สเตอร์ลิง (GBP) เยน (JPY) และ ฟรังก์สวิส (CHF) และแต่ละสกุลมี 7 ระยะ ได้แก่ overnight, 1 สัปดาห์, 1 เดือน, 2 เดือน, 3 เดือน, 6 เดือน และ 1 ปี สำหรับประเทศไทยเองก็มีอัตราดอกเบี้ยประเภทนี้เช่นกัน คือ อัตราดอกเบี้ยอ้างอิงระยะสั้นตลาดกรุงเทพ (Bangkok Interbank Offered Rate: BIBOR)^[2]

(2) FX-implied rate เป็นอัตราดอกเบี้ยที่เทียบเคียงจากธุรกรรมกู้ยืมเงินสกุลหนึ่ง เช่น บาท โดยมีเงินอีกสกุล เช่น ดอลลาร์ สรอ. เป็นหลักประกัน โดยทำผ่านธุรกรรม currency swap ดังนั้น อัตราดอกเบี้ยอ้างอิงประเภทนี้จึงขึ้นอยู่กับทิศทางอัตราดอกเบี้ยของต่างประเทศ และสภาพคล่องเงินตราต่างประเทศ (USD liquidity) แต่อัตราดอกเบี้ยประเภทนี้สะท้อนความเสี่ยงของภาคธนาคารด้วยหรือไม่ นั่นอยู่ที่ว่าใช้อัตราดอกเบี้ยของต่างประเทศตัวใดเป็นองค์ประกอบในการคำนวณ ซึ่งปัจจุบันนิยมใช้ LIBOR ดังนั้น อัตราดอกเบี้ยประเภทนี้จึงยังมีความเสี่ยงด้านเครดิตของภาคธนาคารปนอนอยู่ด้วย ประเทศไทยก็มีอัตราดอกเบี้ยประเภทนี้เช่นกัน คือ Thai Baht Interest Rate Fixing (THBFI)

(3) General Collateral Repurchase Rate เป็นอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงที่กำหนดจากธุรกรรมการกู้ยืมโดยมีหลักประกันเป็นพันธบัตรภาครัฐแบบไม่เจาะจงรุ่นพันธบัตร หรือที่รู้จักกันดีในชื่อของตลาดซื้อคืนพันธบัตร (Repo) ธุรกรรมดังกล่าวมีความเสี่ยงด้านเครดิตต่ำมากและไม่มีผลจากความต้องการพันธบัตรรุ่นใดรุ่นหนึ่งเป็นพิเศษ

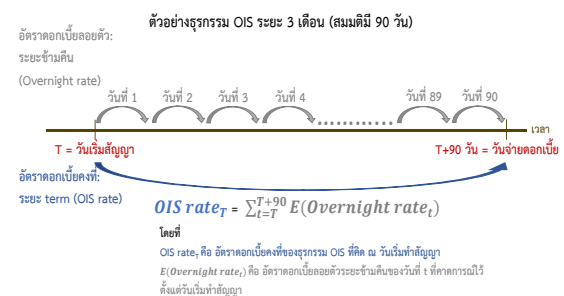
ทำให้อัตราดอกเบี้ยจากธุรกรรมประเภทนี้มีคุณสมบัติเป็น nearly risk-free rate จนบางครั้งก็คิดเสมือนว่าเป็น risk-free rate

(4) อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล
พันธบัตรรัฐบาลถือว่าเป็นตราสารที่มีความเสี่ยงด้านเครดิตเป็นศูนย์หรือต่ำมาก โดยยึดหลักที่ว่ารัฐบาลไม่มีวันล้มละลาย เพราะเชื่อกันว่ารัฐบาลจะสามารถหาเงินมาคืนผู้ถือพันธบัตรได้เสมอ จึงมีคุณสมบัติเป็น risk-free rate ไปด้วย แต่อัตราดอกเบี้ยอ้างอิงนี้ก็ยังมีข้อจำกัดคือ อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอาจได้รับผลกระทบจากภาวะอุปสงค์และอุปทานของพันธบัตร ตัวอย่างเช่น ในช่วงที่ตลาดการเงินมีความเสี่ยงสูงขึ้น นักลงทุนจะมีความต้องการถือครองสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำอย่างพันธบัตรรัฐบาลเพิ่มขึ้น จนอาจกดดันให้อัตราผลตอบแทนปรับลดลง ดังนั้น ในบางครั้งอัตราผลตอบแทนพันธบัตรจึงไม่ได้สะท้อนความตึงตัวของตลาดเงินระยะสั้น

(5) OIS Rate มีที่มาจากธุรกรรม Overnight Index Swap (OIS) ที่เป็นประเภทหนึ่งของธุรกรรมอนุพันธ์การแลกเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ย (Interest rate swap) ระหว่างดอกเบี้ยลอยตัว (float) และดอกเบี้ยคงที่ (fixed) ซึ่ง OIS rate เป็นอัตราดอกเบี้ยคงที่ (fixed) ที่คำนวณเทียบกับอีกฝั่งหนึ่งซึ่งเป็นอัตราดอกเบี้ยลอยตัวระยะข้ามคืน (overnight rate หรือ overnight index) ในแต่ละวัน โดย OIS rate จะสะท้อนการคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยระยะ overnight แต่ละวันที่คิดทบ (compounded) ตลอดระยะเวลาของสัญญา (ตัวอย่างตามภาพที่ 1) ตัวอย่างของ overnight rate ที่นำมาใช้คำนวณ

อาจมาจาก repo หรือ unsecured interbank market ก็ได้ ข้อดีของอัตราดอกเบี้ยจากตลาด OIS คือมีความเสี่ยงด้านเครดิตต่ำ เนื่องจากอิงกับดอกเบี้ยระยะที่สั้นมาก อีกทั้งธุรกรรม OIS ชำระราคาเฉพาะส่วนต่าง (net settlement) และมักมีการวางเงินประกัน (margin) ระหว่างกัน ดังนั้น ธุรกรรม OIS จึงมีความเสี่ยงด้านเครดิตต่ำมาก จนบางครั้งก็คิดเสมือนว่ามีคุณสมบัติเป็น risk-free rate ไปด้วยปริยาย อย่างไรก็ตาม มีข้อสังเกตว่า ธุรกรรม OIS มีเพียงในบางประเทศเท่านั้น และอาจมีข้อจำกัดด้านสภาพคล่องเมื่อเทียบกับธุรกรรมอื่นๆ

ภาพที่ 1 ตัวอย่างธุรกรรม OIS และ OIS rate



ในแต่ละประเทศจะมีอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงประเภทใดบ้าง ก็ขึ้นอยู่กับโครงสร้างตลาดการเงินของแต่ละประเทศ อาทิ อัตราดอกเบี้ย FX-implied rate จะพบเพียงในบางประเทศที่พึ่งพาสภาพคล่องเงินดอลลาร์ สรอ. จากต่างประเทศเท่านั้น เช่น Swap Offer Rate (SOR) ของสิงคโปร์ THBFX ของไทย และ Mumbai Interbank Forward Offer Rate (MIFOR) ของอินเดีย ขณะที่ OIS rate จะมีเฉพาะในประเทศที่ตลาด OIS พัฒนาและมีสภาพคล่องสูง เช่น สหราชอาณาจักร และสหภาพยุโรป โดยปกติแล้วการเลือกว่าอัตราดอกเบี้ยใดเหมาะจะใช้เป็นอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงนั้น นอกจากจะขึ้นกับโครงสร้างตลาดแล้ว ก็ควรจะต้องมี

คุณสมบัติพื้นฐานสำคัญบางประการด้วย^[3] เช่น (1) ตลาดตั้งต้นมีสภาพคล่องสูง เพื่อเพิ่มความโปร่งใส สามารถตรวจสอบได้ และสร้างความเชื่อมั่นว่าจะไม่มีใครครอบงำตลาดได้ (2) สะท้อนสถานะตลาดได้ดี มีอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงให้ใช้ได้ทุกวันทำการ

2. เมื่อโลกของ LIBOR มาถึงจุดเปลี่ยน

ในอดีต LIBOR ที่มีต้นกำเนิดจาก unsecured interbank market ถือเป็นตลาดที่มีสภาพคล่องสูง และเป็นศูนย์กลางทางการเงินแห่งแรกของโลก ทำให้ LIBOR ได้รับความนิยมนำไปใช้เป็นอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงอย่างยาวนานและกว้างขวางทั่วโลก ไม่ว่าจะใช้เป็นฐานในการกำหนดดอกเบี้ยสินเชื่อตราสารหนี้ หรือแม้แต่ใช้อ้างอิงในอนุพันธ์

นับแต่อดีตที่ผ่านมาตลาดมีมุมมองต่อ prime bank ว่ามีความเสี่ยงอยู่ในระดับต่ำมาก เพราะเป็นธนาคารขนาดใหญ่และไม่เคยผิคนัดชำระ จึงนิยมนำ LIBOR ไปใช้เสมือนหนึ่งว่าปลอดความเสี่ยงด้านเครดิต

อย่างไรก็ตาม ช่วงวิกฤตการเงินโลกในปี 2008 สถาบันการเงินยักษ์ใหญ่ที่เป็น prime bank หลายแห่งประสบปัญหาสภาพคล่องหรือล้มละลาย ทำให้ความเสี่ยงของภาคธนาคาร รวมถึง prime bank ปรับสูงขึ้นอย่างมาก อัตราดอกเบี้ย LIBOR จึงไม่สามารถใช้เป็น risk-free rate ได้อีกต่อไป

นอกจากนี้ contributor บางแห่งได้ตั้งใจบิดเบือนอัตราดอกเบี้ย LIBOR เพื่อปกปิดฐานะทางการเงินให้ดูดีกว่าความเป็นจริงหรือเพื่อให้เป็นประโยชน์เข้าทางตนเอง จึงส่ง (quote) อัตราดอกเบี้ยที่ผิดเพี้ยนจากที่ควรจะเป็น ซึ่งต่อมาตลาด

ก็เริ่มสงสัยว่าอาจมีการปั่นอัตราดอกเบี้ยดังกล่าว จนในปี 2012 เมื่อหน่วยงานกำกับดูแลของหลายประเทศได้ตรวจพบและดำเนินคดีกับสถาบันการเงินเหล่านี้ ซึ่งเรียกกรณีนี้อีกชื่อว่า “LIBOR scandal” ซึ่งจะเห็นได้ว่าช่องโหว่ที่เอื้อให้มีการบิดเบือนอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงได้โดยง่ายนั้น เกิดจากวิธีจัดทำอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงที่ทำให้ contributor เป็นผู้ส่งอัตราดอกเบี้ยที่คิดว่าเหมาะสม โดยอิงกับวิจารณญาณของผู้เชี่ยวชาญ (expert judgment) เป็นหลัก และไม่มีระบบการควบคุมภายในและการกำกับดูแลที่รัดกุมมากพอที่จะควบคุมและป้องกันความเสี่ยงจากการบิดเบือน

จากเหตุการณ์ดังกล่าว จึงเกิดจุดเปลี่ยนสำหรับอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงใน 2 ด้าน ได้แก่ การยกระดับมาตรฐานอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงเดิม และการหาอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงใหม่ที่มีความเหมาะสมและมีมาตรฐาน

3. ปิดช่องโหว่ด้วยมาตรฐานใหม่

3.1 ยกระดับมาตรฐานการจัดทำอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงที่มีอยู่เดิม

การจัดทำอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงแบบเดิมที่พึ่งพาวิจารณญาณของผู้ส่งอัตราดอกเบี้ยเป็นหลัก เป็นจุดอ่อนสำคัญที่ทำให้ LIBOR สุ่มเสี่ยงต่อการถูกบิดเบือนได้ง่าย หลังเกิด LIBOR scandal หน่วยงานที่กำกับดูแลอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงจึงพยายามปรับปรุงให้อัตราดอกเบี้ยอ้างอิงมีความน่าเชื่อถือมากขึ้นและลดการใช้วิจารณญาณ^[4] โดยเปลี่ยนวิธีการคำนวณให้มาใช้จากข้อมูลธุรกรรมที่เกิดขึ้นจริงโดยตรง (transaction-

based) และควรเพิ่มปริมาณธุรกรรมตั้งต้นให้มามากพอ อาทิ ขยายขอบเขตจากธุรกรรมระหว่างสถาบันการเงินให้ครอบคลุมผู้เล่นกลุ่มอื่นด้วย หรือขยายระยะเวลาการจัดเก็บข้อมูล (time window) อย่างไรก็ดี หากธุรกรรมไม่เพียงพอก็ยังคงอนุญาตให้ใช้วิธีการเดิมที่เป็น quote-based ได้อยู่ แต่ต้องมีมาตรฐานที่รัดกุมขึ้น ดังนั้น หน่วยงานกำกับดูแลจึงได้ออก code of conduct เพื่อใช้กำกับดูแล contributor ให้มีมาตรฐานในการดำเนินงาน มีระบบควบคุมภายในที่ดี เพื่อลดโอกาสบิดเบือนอัตราดอกเบี้ยอ้างอิง รวมถึงกำหนดลำดับขั้น waterfall ของแหล่งข้อมูลที่ใช้ในการส่งข้อมูลอัตราดอกเบี้ย โดยขั้นแรกให้ใช้อัตราดอกเบี้ยที่คำนวณจากธุรกรรมที่เกิดขึ้นจริงในตลาดนั้น ๆ ตามคำจำกัดความของอัตราดอกเบี้ย หากไม่มีให้คำนวณจากอัตราดอกเบี้ยที่เกิดขึ้นจริงในตลาดใกล้เคียง (transaction-derived) แต่ถ้ายังไม่มี จึงจะอนุญาตให้ใช้ expert judgment ได้

อย่างไรก็ดี ความพยายามในการยกระดับอัตราดอกเบี้ยประเภท IBORs ในหลายประเทศกลับไม่ประสบผลสำเร็จมากนัก เพราะไม่สามารถเปลี่ยนวิธีการคำนวณเป็น transaction-based ได้ และยังคงพึ่ง expert judgment ของ contributor เป็นหลัก โดยเฉพาะธุรกรรมในระยะ term เนื่องจากปริมาณธุรกรรมใน unsecured interbank market มีแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่องหลังวิกฤตการเงินโลก เพราะผู้เล่นในตลาดประเมินความเสี่ยงด้านเครดิตของภาคธนาคารเพิ่มขึ้นจากเดิม รวมถึงเกณฑ์กำกับดูแลที่เข้มงวดขึ้น (regulatory reform) ขณะที่การปฏิบัติตาม code of conduct ก็เป็นภาระของ

ธนาคาร และด้วยบทลงโทษที่ค่อนข้างรุนแรงที่ธนาคารอาจถูกปรับในอัตราที่สูงมาก หากไม่สามารถดำเนินการตาม code of conduct ได้ จึงทำให้ธนาคารหลายแห่งประสงค์ที่จะถอนตัวจากการเป็น contributor

ในที่สุด Andrew Bailey, Chief Executive Officer ของ Financial Conduct Authority ของสหราชอาณาจักร ก็ได้ส่งสัญญาณการเปลี่ยนแปลงครั้งสำคัญของ LIBOR โดยได้กล่าวสุนทรพจน์ เมื่อเดือนกรกฎาคม 2017 ว่า หลังจากปี 2021 จะไม่มีการบังคับหรือชักจูงให้ contributor ต้องส่งข้อมูลเพื่อคำนวณ LIBOR อีกต่อไป อีกทั้งกระตุ้นให้ผู้ร่วมตลาดเตรียมตัวกับการเปลี่ยนผ่านไปใช้อัตราดอกเบี้ยอ้างอิงใหม่^[1] ซึ่งถือเป็นจุดเปลี่ยนอนาคตของ LIBOR หลังปี 2021 ที่จะดำรงอยู่ต่อไปได้หรือไม่ แม้หลายฝ่ายจะเชื่อว่า LIBOR จะยังอาจมีอยู่หลังปี 2021 แต่หากอ่านสัญญาณของ Andrew Bailey ที่ออกมาให้ความเห็นอีกครั้ง เมื่อเดือนกรกฎาคม 2018 ที่ผ่านมามีว่า LIBOR ไม่ใช่อัตราดอกเบี้ยอ้างอิงที่ดีอีกต่อไป จึงยังเป็นการตอกย้ำโอกาสที่ LIBOR จะยุติการเผยแพร่^[5] ดังนั้น ในช่วงที่ผ่านมา จะเห็นได้ว่าหลายฝ่ายทั้งภาครัฐและเอกชนทั่วโลก โดยเฉพาะประเทศที่มี LIBOR ในสกุลเงินของตน เริ่มให้ความสนใจต่อประเด็นดังกล่าวอย่างจริงจัง รวมทั้งเตรียมการหาแนวทางรองรับหากมีการหยุดเผยแพร่ LIBOR



ที่มา: <https://shareeverything.com/2015/04/23/libor-investigation-ends-with-spectacular-fizzle/>

3.2 สร้างและพัฒนาอัตราดอกเบี้ยอ้างอิง risk-free reference rates (RFRs) เพื่อเป็นทางเลือกใหม่

3.2.1 เลือกอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงตัวใหม่

หลังวิกฤตการเงินโลก เมื่อตลาดมีความเข้าใจถึงความเสี่ยงของภาคราชการที่ดีขึ้น ประกอบกับมีการปฏิรูปกฎเกณฑ์ด้านต่างๆ ทำให้รูปแบบการทำธุรกรรมทางการเงินหรือลักษณะตลาดเปลี่ยนแปลงไป กล่าวคือ ผู้ร่วมตลาดหันไปทำธุรกรรมกู้ยืมที่มีความเสี่ยงด้านเครดิตต่ำมากขึ้น เช่น การกู้ยืมระยะ overnight หลีกเลี่ยงการทำธุรกรรมระยะ term การทำธุรกรรมอนุพันธ์ผ่านตลาด Exchange ที่มีการกำกับหรือการจัดตั้งตัวกลางในการชำระราคา (centrally-cleared) เพื่อลดความเสี่ยงด้านเครดิต แทนการซื้อขายในตลาด OTC โดยตรง เป็นต้น

ในบริบทของตลาดตั้งต้นที่เปลี่ยนไปดังกล่าว ทำให้อัตราดอกเบี้ยอ้างอิงที่เกิดขึ้นใหม่ส่วนใหญ่จึงเป็นอัตราดอกเบี้ยที่สร้างจากธุรกรรมระยะ

overnight เท่านั้น เพราะ (1) เป็นธุรกรรมที่มีความเสี่ยงด้านเครดิตต่ำ และสามารถใช้เป็นฐานในการคำนวณอัตราดอกเบี้ยระยะ term ที่มีความเสี่ยงต่ำได้ (2) ระยะ overnight มีปริมาณธุรกรรมเพียงพอที่จะใช้คำนวณอัตราดอกเบี้ยแบบ transaction-based และ (3) รองรับความต้องการใช้อัตราดอกเบี้ยประเภท RFRs ที่มีมากขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งการใช้ discount สำหรับธุรกรรมอนุพันธ์

อย่างไรก็ดี แม้หลายประเทศเลือกสร้าง RFRs ที่เป็นระยะ overnight เหมือนกัน แต่ก็มีธุรกรรมตั้งต้น (underlying transaction) ที่อาจจะแตกต่างกันขึ้นอยู่กับโครงสร้างตลาดของประเทศ และโอกาสที่จะพัฒนาให้เป็นอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงหรือสร้าง term ต่อไป ดังแสดงในตารางที่ 1 นอกจากนี้ เป็นที่น่าสังเกตว่า (1) ในการพัฒนาอัตราดอกเบี้ย RFRs บางประเทศเลือกจะนำ RFRs ตัวใหม่มาทดแทนอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงตัวเดิม เพราะเห็นว่าตัวเดิมนั้นมีข้อบกพร่องที่ไม่สามารถ

ตารางที่ 1 Risk-free Reference Rate (RFRs) ในสกุลหลัก⁽⁶⁾ (รายละเอียดเพิ่มเติมตาม Appendix)

สกุลเงิน	คณะทำงาน	RFRs		
		อัตราดอกเบี้ย	Rate administrator	ตลาดอ้างอิง
USD	Alternative Reference Rates Committee (ARRC)	Secured Overnight Financing Rate (SOFR)	Federal Reserve	O/N Repo
			Bank of New York	
GBP	Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates	Reformed Sterling Overnight Index Average (SONIA)	Bank of England	Wholesale unsecured O/N borrowing
EUR	Working group on Euro Risk-free Rates	Euro Short-term Rate (ESTER, €STR)	European Central Bank	Wholesale unsecured O/N borrowing
CHF	The National Working Group on Swiss Franc Reference Rates (NWG)	Swiss Average Rate Overnight (SARON)	SIX Swiss Exchange	O/N interbank Repo
JPY	Study Group on Risk-Free Reference Rates และ Cross-Industry Committee on Japanese Yen Interest Rate Benchmarks	Tokyo Overnight Average Rate (TONAR)	Bank of Japan	Uncollateralized O/N call rate market

ปรับปรุงได้ ในขณะที่บางประเทศเลือกจะพัฒนา RFRs มาใช้เป็นทางเลือกควบคู่ไปกับอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงที่มีอยู่เดิม และ (2) อัตราดอกเบี้ยประเภท RFRs ของประเทศหลักเกือบทั้งหมดมีธนาคารกลางเป็น rate administrator สะท้อนการเพิ่มมาตรฐานในการกำกับดูแลการจัดทำอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงตัวใหม่เพื่อให้มีความน่าเชื่อถือและป้องกันไม่ให้เกิดเหตุการณ์แบบ LIBOR scandal ซ้ำอีก

สำหรับประเทศในภูมิภาคก็เริ่มมีการจัดทำและพัฒนาอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงประเภท RFRs ไปบ้างแล้วเช่นกัน เช่น ธนาคารกลางอินโดนีเซียได้ปรับปรุงอัตราดอกเบี้ย JIBOR (Jakarta Interbank Offered Rate) โดยเลือกปรับระยะ overnight ให้เป็น transaction-based (จากเดิมที่เป็น quoted-based ทุกระยะ) ตั้งแต่วันที่ 1 ส.ค. 61 และเรียกว่า IndONIA (Indonesia Overnight Index Average) โดยมุ่งหวังว่าจะนำไปใช้เป็นอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงในตลาด OIS สกุลรูเปียห์ และได้ยกเลิกการเผยแพร่ JIBOR ระยะ overnight แบบเดิมเมื่อวันที่ 2 ม.ค. 62 แต่ยังคง tenor อื่น ๆ เป็น quote-based เช่นเดิม^[7] อีกหนึ่งตัวอย่าง คือ HONIA (Hong Kong Dollar Overnight Index Average) ซึ่งคำนวณจากธุรกรรมระยะ overnight ที่เกิดขึ้นในตลาด unsecured interbank market สกุลดอลลาร์ฮ่องกง เพื่อนำไปใช้เป็นอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงในตลาด OIS เพิ่มเติมจากอัตราดอกเบี้ยอ้างอิง HIBOR (Hong Kong Interbank Offered Rate) ที่ใช้กันอย่างแพร่หลายในปัจจุบัน^[6]

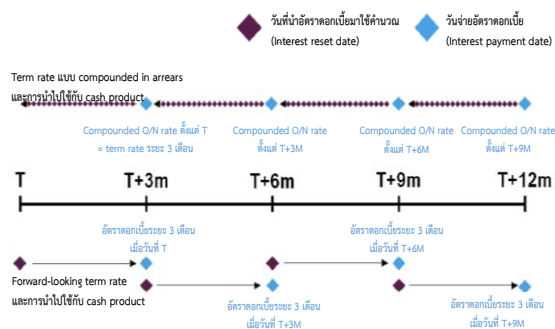
3.2.2 พัฒนาอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงให้มีระยะ term เพื่อทดแทนการใช้ LIBOR

การสร้างอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงระยะ term จาก RFRs ที่เป็นระยะ overnight ได้นั้น จะต้องแปลงหรือสกัด (extract) จากข้อมูลราคาในตลาดอนุพันธ์ ซึ่งปัจจุบันทำได้ผ่านตลาดอนุพันธ์ 2 ประเภท ได้แก่ 1) ตลาด Overnight Index Swap (OIS) ซึ่ง RFRs ระยะ term ก็คือ อัตราดอกเบี้ยด้านคงที่ของ OIS ตามที่กล่าวในส่วนที่ 1 เช่น อัตราดอกเบี้ยระยะ 1 เดือน ณ วันนี้คืออัตราดอกเบี้ยด้านคงที่ของธุรกรรม OIS ที่ตกลงกันในวันนี้และมีอายุ 1 เดือน และ 2) ตลาด Interest rate futures ซึ่งมีหลักการคำนวณ RFRs ระยะ term คล้าย OIS แต่ซับซ้อนกว่า เนื่องจากธุรกรรม interest rate futures จะมีวันสิ้นสุดสัญญาเฉพาะบางวันเท่านั้น ทำให้การคำนวณ RFRs ระยะ term อาจต้องใช้สัญญา interest rate futures มากกว่า 1 สัญญามาต่อกันและต้องตั้งข้อสมมติเรื่องวันที่อัตราดอกเบี้ยอาจเปลี่ยนแปลง เช่น วันประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงิน

สำหรับพัฒนาการของ term RFRs ในต่างประเทศนั้น คณะทำงานของสหรัฐฯ มีแผนจะเผยแพร่ RFRs ระยะ term ที่คำนวณได้จากตลาดอนุพันธ์ที่อ้างอิงกับ SOFR (RFRs ระยะ overnight สกุล USD) ภายในปี 2021^[8] ขณะที่คณะทำงานของอังกฤษคาดว่าจะเผยแพร่ RFRs ระยะ term ที่จัดทำขึ้นในลักษณะเดียวกันภายในปี 2019 นี้^[9]

อย่างไรก็ดี ในบางประเทศ เช่น สวิตเซอร์แลนด์ และญี่ปุ่น ประเมินว่าอาจไม่สามารถพัฒนาตลาดอนุพันธ์ที่อิงกับ RFRs ให้มีสภาพคล่องเพียงพอที่จะนำมาคำนวณ RFRs ระยะ term ได้ทันก่อนที่ยุติการเผยแพร่ LIBOR จึงต้องมีแผนสำรองโดยจะสร้าง RFRs ระยะ term ด้วยการคิดทบแบบรอรู้อัตราดอกเบี้ยระยะ overnight (compounded in arrears) ^{[6], [10]} ซึ่งแตกต่างจากอัตราดอกเบี้ยระยะ term ที่ใช้กันอยู่ในปัจจุบันหรือที่สร้างจากข้อมูลธุรกรรมในตลาดอนุพันธ์ที่เป็นอัตราดอกเบี้ยกำหนดไว้ล่วงหน้า (forward-looking term rate) (ตามภาพที่ 2)

ภาพที่ 2 ความแตกต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยระยะ term แบบ overnight rate compounded in arrears และ forward-looking term rate



ที่มา: ดัดแปลงจาก Working group on sterling risk-free reference rates, 2018 ^[11]

4. เมื่อทางเดินสู่โลกใบใหม่อาจไม่ได้โรยด้วยกลีบกุหลาบ

โอกาสที่ LIBOR จะหยุดเผยแพร่ถือว่าเป็นประเด็นสำคัญที่ตลาดการเงินโลกต้องเตรียมการรองรับ เนื่องจากปริมาณธุรกรรมที่อ้างอิงกับ LIBOR ทั้งโดยตรงและทางอ้อมมีอยู่มากมาย และยังมีอายุสัญญาคงเหลืออีกยาวนาน โดยประเมิน

ว่า^[12] มีปริมาณธุรกรรมที่อิงอัตราดอกเบี้ย IBORs ทั้งหมดถึงประมาณ 370 ล้านล้านดอลลาร์ สรอ. ซึ่งร้อยละ 80 เป็นธุรกรรมที่อิง LIBOR สกุล USD และ EURIBOR ซึ่งเป็นอัตราดอกเบี้ยการกู้ยืมสกุล EUR ในตลาดยุโรป ดังนั้น การจะเปลี่ยนไปใช้อัตราดอกเบี้ยอ้างอิงตัวใหม่โดยทันทีจึงไม่ใช่เรื่องง่าย

คณะทำงานในประเทศต่าง ๆ จึงเตรียมแผนการเปลี่ยนผ่าน (transition plan) เพื่อให้มีการนำ RFRs ที่เป็นอัตราดอกเบี้ยระยะ overnight ไปใช้อ้างอิงอย่างแพร่หลายขึ้น ตลอดจนพยายามสร้าง RFRs ระยะ term ไปพร้อมกันด้วย ขณะที่ในส่วนของผู้ร่วมตลาดอื่นๆ ก็จำเป็นต้องเตรียมการล่วงหน้าเช่นกัน^[12] อาทิ 1) การปรับระบบงานภายในให้รองรับการทำธุรกรรมที่อ้างอิงหรือ pricing ด้วยอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงตัวใหม่ 2) การคำนวณมูลค่าสินทรัพย์และหนี้สิน เพราะอาจเกิดผลขาดทุนจากการใช้อัตราดอกเบี้ยอ้างอิงใหม่ในการประเมินราคาหรือจากการปรับสัญญาดอกเบี้ย และมีผลต่อภาระภาษีและงบการเงิน รวมถึง 3) การเตรียมการปรับสัญญาเก่า (legacy contract) โดยการกำหนด fallback ให้สามารถใช้ RFRs แทน LIBOR ได้ทันกรณีที่ยุติการเผยแพร่ ซึ่งจะช่วยลดความเสี่ยงของผู้ทำสัญญาทั้งสองฝ่าย และลดความโกลาหลที่อาจเกิดขึ้นในตลาดการเงิน อย่างไรก็ตาม ในทางปฏิบัติการปรับสัญญาซึ่งเกี่ยวข้องกับประเด็นทางกฎหมายอาจมีความยุ่งยาก และต้องใช้เวลาในการเจรจาปรับเปลี่ยนสัญญาให้เหมาะสมและเป็นธรรมสำหรับทุกฝ่าย

4.1 การสร้างความนิยมให้กับ RFRs ตัวใหม่

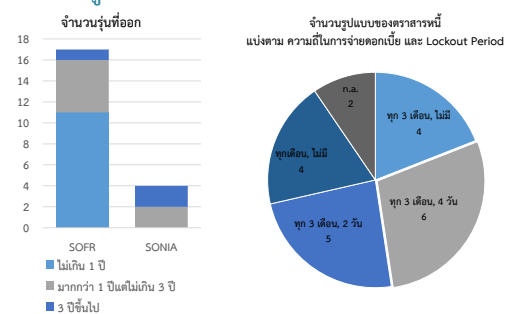
เพื่อให้อัตราดอกเบี้ย RFRs ได้รับความนิยมและมีการนำไปใช้เป็นอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงอย่าง

แพร่หลาย จำเป็นต้องมีตลาดอนุพันธ์ เช่น OIS หรือ interest rate futures ที่มีสภาพคล่องเพียงพอ และสามารถใช้เป็นเครื่องมือบริหารความเสี่ยงอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงใหม่ได้อย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งจะช่วยสร้างความเชื่อมั่นในการนำ RFRs ไปใช้อ้างอิงในธุรกรรมทางการเงินอื่นและยังสามารถนำข้อมูลมาสร้างอัตราดอกเบี้ยระยะ term ได้ดังที่กล่าวไปแล้วในส่วนที่ 3 โดยปัจจุบันตลาด Exchange สำคัญหลายแห่งได้ทยอยออกผลิตภัณฑ์อนุพันธ์ที่อิงกับ RFRs เช่น Intercontinental Exchange (ICE) และ Chicago Mercantile Exchange (CME) ออก futures ที่อิงกับ SOFR (RFRs ระยะ overnight สกุล USD) และ SONIA (RFRs ระยะ overnight สกุล GBP) นอกจากนี้ ขณะที่หน่วยงานที่รับชำระราคาธุรกรรม (clearing house) หลายแห่งก็เริ่มรับชำระราคาธุรกรรม OIS ที่อิงกับ RFRs แล้วเช่นกัน

อีกประเด็นหนึ่งที่สำคัญคือ การสร้างตลาด cash product (เช่น ตราสารหนี้ สินเชื่อ) ที่อ้างอิงกับ RFRs โดยปัจจุบันเริ่มมีการนำไปใช้อ้างอิงในตราสารหนี้แบบอัตราดอกเบี้ยลอยตัว (floating rate debt instrument) แล้ว (ตามภาพที่ 3) เช่น Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) ได้ออกตราสารหนี้อิง SOFR เป็นรายแรกเมื่อเดือนกรกฎาคม 2018 และ Lloyd เป็นธนาคารพาณิชย์แห่งแรกที่ยกตราสารหนี้อิงกับ SONIA เมื่อกันยายน 2018 โดยตราสารหนี้ที่อัตราดอกเบี้ยอิงกับ RFRs ซึ่งมีเพียงระยะ overnight นั้นมีลักษณะแตกต่างจากตราสารหนี้ที่อิงอัตราดอกเบี้ยลอยตัวทั่ว ๆ ไป คือ ผู้ลงทุนจะไม่ทราบอัตราดอกเบี้ยที่จะได้รับล่วงหน้า

เนื่องจากต้องรอให้ทราบอัตราดอกเบี้ยระยะ overnight ที่เกิดขึ้นจริงตลอดช่วงการจ่ายดอกเบี้ยก่อน จึงจะคิดดอกเบี้ยทั้งหมดได้ ทำให้คณะทำงานหลายประเทศเห็นว่า cash product ที่อิงกับอัตราดอกเบี้ยระยะ overnight แบบ compound in arrear ดังกล่าว อาจจะไม่เหมาะกับผู้ใช้ส่วนใหญ่ที่ต้องการทราบกระแสเงินสดของดอกเบี้ยรับหรือดอกเบี้ยจ่ายล่วงหน้า การที่ต้องรอจนถึงสิ้นงวดจึงเป็นจุดอ่อนสำคัญของการนำ RFRs ไปใช้ ดังนั้น ในบางประเทศ เช่น สวิตเซอร์แลนด์และญี่ปุ่นจึงหันมาศึกษาแนวทางเพื่อให้ cash product ที่อิงกับ RFRs ระยะ overnight สามารถทราบกระแสเงินสดล่วงหน้าได้บ้าง เพื่อตอบโจทย์ผู้ใช้ cash product ตัวอย่างเช่น กำหนดให้มีระยะเวลาช่วงหนึ่งที่จะรู้ดอกเบี้ยล่วงหน้า เช่น ก่อนวันจ่ายดอกเบี้ย (lockout period) 3 – 5 วัน ใช้อัตราดอกเบี้ยคงที่เท่ากับอัตราดอกเบี้ยของวันสุดท้ายก่อนถึง lockout period ซึ่งถ้าแนวทางดังกล่าวเริ่มเป็นที่ยอมรับ ก็อาจนำไปใช้ปรับเป็นมาตรฐานของตลาด (market convention) ต่อไปได้ในอนาคต

ภาพที่ 3 ตราสารหนี้แบบอัตราดอกเบี้ยลอยตัวที่อ้างอิง RFRs (ข้อมูลถึง 30 ต.ค. 2018)



ที่มา: National Working Group on CHF Reference Rate, 2018^[13]

4.2 การปรับสัญญารองรับกรณีที่ไม่มี LIBOR อีกต่อไป

ด้วยคุณสมบัติของ RFRs ที่แตกต่างจาก LIBOR ทำให้ระดับของอัตราดอกเบี้ยทั้ง 2 ประเภทย่อมมีความแตกต่างกันตามไปด้วย ปัญหาสำคัญที่ตามมาคือเมื่อจะปรับสัญญาโดยให้ใช้ RFRs ตัวใหม่เข้ามาสวแทน LIBOR ตัวเดิม อาจมีความได้เปรียบเสียเปรียบเกิดขึ้นจากส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ย ดังนั้นจึงต้องปรับ spread เพิ่มเติมด้วย เพื่อชดเชยความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงทั้ง 2 ประเภท และลดการได้เปรียบหรือเสียเปรียบของคู่สัญญาทั้งสองฝ่าย แต่ก็ยังเป็นประเด็นที่ถกเถียงว่าใครจะเป็นผู้กำหนด spread ดังกล่าว และจะกำหนดอย่างไร

อย่างไรก็ดี สำหรับธุรกรรมอนุพันธ์ ก่อนข้างข้อคิดที่เริ่มมีข้อสรุปสำหรับการชดเชยความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ยแล้ว โดยจะชดเชยใน 2 ส่วน ได้แก่ 1) **term spread** หรือส่วนต่างระหว่าง IBORs ระยะ term กับ RFRs ระยะ overnight และ 2) **credit spread** หรือส่วนต่างที่สะท้อนความเสี่ยงของภาคธนาคารซึ่งมีอยู่ใน IBOR แต่ไม่มีใน RFRs โดยความเห็นของผู้ร่วมตลาดส่วนใหญ่^[14] เห็นว่า ควรจะปรับ term spread ด้วยการคิดทบ RFRs ระยะ overnight ไปทีละวัน (compounded setting in arrears rate) และปรับ credit spread ด้วยค่าเฉลี่ยย้อนหลังของ ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ย IBORs และ RFRs ที่คิดทบแล้ว (historical mean/median approach)

นอกจากประเด็นการปรับ spread ให้เป็นธรรมแล้ว ยังมีประเด็นความยุ่งยากของการปรับสัญญาประเภทต่าง ๆ ที่อาจยากง่ายต่างกัน เช่น การปรับสัญญาของธุรกรรมอนุพันธ์อาจจะทำได้

ค่อนข้างง่าย หากคู่สัญญามีการลงนามใน ISDA Master Agreement ซึ่งเป็นสัญญามาตรฐานที่ใช้กันทั่วโลก และครอบคลุมการทำธุรกรรมอนุพันธ์ทั้งหมดระหว่างคู่สัญญา ทำให้ไม่จำเป็นต้องดำเนินการปรับทุกสัญญา แต่ปรับเฉพาะ Master agreement เพียงครั้งเดียวก็สามารถแก้ไขทุกธุรกรรมได้ โดย ISDA อยู่ระหว่างเตรียมการเพื่อกำหนด fallback รองรับกรณียุติการเผยแพร่ LIBOR และอัตราดอกเบี้ยประเภท IBOR อื่น ๆ อย่างถาวร เพราะปัจจุบันใน ISDA Master Agreement มี fallback เฉพาะกรณีไม่มีอัตราดอกเบี้ยที่ใช้อยู่เพียงชั่วคราวเท่านั้น โดย ISDA ได้ออก consultation paper^[15] เพื่อขอความเห็นผู้ร่วมตลาดเกี่ยวกับการกำหนด fallback ในประเด็นต่าง ๆ ทั้ง (1) การระบุอัตราดอกเบี้ยที่จะใช้เป็น fallback ให้ชัดเจน ซึ่งผลสรุปคือให้ใช้ RFRs ตามที่คณะทำงานของแต่ละประเทศได้เลือกไว้ (2) เงื่อนไขที่จะเริ่มใช้ fallback โดยเสนอให้มีผล เมื่อมีประกาศจากหรือในนามของผู้บริหารจัดการอัตราดอกเบี้ย (rate administrator) หน่วยงานภาครัฐ หรือธนาคารกลางของสกุลเงิน IBORs ว่า จะหยุดการเผยแพร่ IBORs นั้นอย่างถาวร และ (3) การชดเชยความแตกต่างของอัตราดอกเบี้ย IBORs กับ RFRs ตามที่กล่าวไว้ข้างต้น

ส่วนการปรับสัญญาทางการเงินของ cash product นั้นมีความยุ่งยากกว่ามาก เนื่องจาก cash product ไม่มีลักษณะสัญญาที่เป็นมาตรฐานเดียวกันทั่วโลก และไม่มีสัญญาในลักษณะ master agreement เหมือนอนุพันธ์ ดังนั้น การปรับสัญญาของ cash product จึงต้องปรับเป็นรายธุรกรรม และหากเป็นตราสารหนี้จะต้องขอมติจาก

ที่ประชุมผู้ถือหุ้นในการปรับสัญญาด้วย รวมถึงลักษณะสัญญาอาจแตกต่างกันในแต่ละประเทศ คณะทำงานของแต่ละประเทศจึงทยอยออกคำแนะนำในการปรับสัญญาสำหรับ cash product ออกมา เช่น ในเดือนกรกฎาคม 2018 คณะทำงาน ARRC ของสหรัฐฯ ได้ออก Guiding Principles สำหรับสัญญา cash product^[16] เพื่อรองรับกรณียุติการเผยแพร่ LIBOR โดยมีสาระสำคัญคือการเขียน fallback ควรใช้ภาษาที่เฉพาะเจาะจงและสื่อสารกับนักลงทุนให้เข้าใจได้ และแนะนำให้ใช้ SOFR เป็นอัตราดอกเบี้ยที่ใช้เป็น fallback นอกจากนี้ ARRC ยังเริ่มทยอยออก consultation paper เพื่อสอบถามความเห็นผู้ร่วมตลาดเรื่องการเพิ่ม fallback ที่เจาะจงสำหรับ cash product ประเภทต่าง ๆ

5. การเดินทางสู่โลกใบใหม่ของตลาดการเงินไทย

5.1 การยกระดับมาตรฐานอัตราดอกเบี้ยอ้างอิง

ที่ผ่านมาประเทศไทยเองก็ได้ดำเนินการยกระดับมาตรฐานการจัดทำอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงตามแนวทางสากลเช่นกัน ทั้งอัตราดอกเบี้ย THBFX และ BIBOR ซึ่งถือเป็นอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงที่ใช้กันอย่างแพร่หลายของไทย

สำหรับ THBFX ซึ่งเป็นอัตราดอกเบี้ยประเภท FX-implied rate นั้น ธปท. และผู้ร่วมตลาดเห็นพ้องร่วมกันว่าควรพัฒนาเป็น transaction-based เพื่อเพิ่มความน่าเชื่อถือและลดโอกาสบิดเบือนข้อมูลที่จะใช้คำนวณอัตราดอกเบี้ย โดยสถาบันการเงินและนายหน้าซื้อขายเงินตราต่างประเทศ (FX broker) ที่เป็น contributors จะนำส่งข้อมูลธุรกรรมที่เกิดขึ้นจริง

และมีคุณสมบัติตามที่กำหนด ไปยัง Thomson Reuters (Refinitiv) ในฐานะตัวกลางเพื่อทำการคำนวณและเผยแพร่อัตราดอกเบี้ย THBFX โดย ธปท. จะรับหน้าที่เป็นผู้กำกับดูแล (administrator) ในส่วนวิธีการคำนวณและมาตรฐานการนำส่งข้อมูล ซึ่ง THBFX แบบ transaction-based จะเริ่มเผยแพร่ในวันที่ 2 พฤษภาคม 2019 นี้^[17]

ส่วน BIBOR นั้นแม้จะยังเป็น quote-based เช่นเดิม เนื่องจากธุรกรรมใน unsecured interbank market โดยเฉพาะระยะ term มีจำนวนไม่มาก แต่ ธปท. ก็ได้ปรับปรุงหลักเกณฑ์การนำส่งข้อมูลให้รัดกุมขึ้น โดยได้ออกแนวปฏิบัติเรื่อง มาตรฐานการปฏิบัติงานสำหรับสถาบันการเงินที่นำส่งข้อมูลเพื่อการจัดทำอัตราดอกเบี้ย BIBOR (BIBOR Code of Conduct) ให้สถาบันการเงินผู้นำส่งข้อมูลต้องปฏิบัติตาม^[18] ซึ่งสาระสำคัญของ Code ดังกล่าวคือ การกำหนดแนวทางการส่งอัตราดอกเบี้ยให้อ้างอิงจากธุรกรรมที่เกิดขึ้นจริงเป็นลำดับแรก และหากไม่มีค้อยให้อ้างอิงด้วยวิธีอื่น อีกทั้งให้มีระบบการควบคุมภายในที่ดีเพื่อป้องกัน conflict of interest และลดโอกาสที่จะเกิดการบิดเบือนอัตราดอกเบี้ยอ้างอิง โดย ธปท. จะตรวจสอบอัตราดอกเบี้ยที่ นำส่ง (quote) กับอัตราดอกเบี้ยที่เกิดขึ้นจริงใน unsecured interbank market หรือในตลาดใกล้เคียง เพื่อรักษามาตรฐานและความน่าเชื่อถือของ BIBOR อย่างไรก็ดี การปฏิบัติตาม code of conduct อาจเป็นการเพิ่มภาระให้ contributing bank เช่นกัน ดังนั้น ธปท. จึงได้ทบทวนความเหมาะสมของ code of conduct เป็นระยะ นอกจากนั้น ธปท. ยังยกเลิกการจัดทำและเผยแพร่

BIBOR บางระยะ (เช่น 9 เดือน) ที่มีปริมาณธุรกรรมเบาบางและไม่ได้มีการใช้อ้างอิงในทางปฏิบัติมากนัก

สำหรับทิศทางการพัฒนาอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงในระยะต่อไป ธปท. อยู่ระหว่างการหารือกับผู้ร่วมตลาด เพื่อประเมินความจำเป็นและความเป็นไปได้ในการพัฒนาอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงตัวใหม่ โดยเฉพาะอย่างยิ่งการพัฒนาอัตราดอกเบี้ยระยะ term ซึ่งตลาดเงินของไทยเองก็มีธุรกรรมกระจุกตัวอยู่ระยะ overnight เช่นเดียวกับในหลายประเทศ ขณะที่หากจะพัฒนาผ่านตลาดอนุพันธ์อัตราดอกเบี้ยก็มีความท้าทาย เพราะปัจจุบันมีเพียง Interest rate swap เท่านั้นที่มีสภาพคล่องสูง ส่วน Interest rate futures มีสภาพคล่องต่ำมากและยังไม่มีตลาด OIS ทั้งนี้ เพื่อเพิ่มทางเลือกของการพัฒนาเป็นอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงได้ในอนาคตและช่วยเพิ่มความโปร่งใสในตลาดการเงิน ธปท. จึงได้เริ่มเผยแพร่ข้อมูลอัตราดอกเบี้ยในตลาดซื้อคืนพันธบัตรภาคเอกชน (Private Repo) ในหน้าสถิติตลาดการเงินบน website ของ ธปท.^[19]

5.2 ผลกระทบของการยุติการเผยแพร่ LIBOR ต่อตลาดการเงินไทย

ผลกระทบโดยตรงที่อาจเกิดขึ้นกับระบบการเงินไทยจากการยุติการเผยแพร่ LIBOR อาจไม่มากนัก เนื่องจากธุรกรรมที่อิงกับ LIBOR โดยตรงมีปริมาณน้อยมากไม่ถึงร้อยละ 1 เมื่อเทียบกับธุรกรรมการเงินทั้งระบบ อย่างไรก็ตาม ผู้ที่มีธุรกรรมการเงินที่อ้างอิง LIBOR เช่น สถาบันการเงินที่ปล่อยกู้เป็นเงินตราต่างประเทศหรือกองทุนที่ลงทุนในตราสารที่อิงกับ LIBOR ก็ควรเตรียมการรองรับไว้แต่เนิ่น ๆ โดยอาจเริ่มเตรียมการด้วยการ

สำรวจปริมาณธุรกรรมที่อิง LIBOR ของตนเอง ประเมินผลกระทบเบื้องต้น และพยายามลดผลกระทบที่อาจเกิดขึ้น เช่น การเจรจาปรับสัญญาเพื่อระบุ fallback รองรับกรณียุติการเผยแพร่ LIBOR

สำหรับผลกระทบทางอ้อมต่ออัตราดอกเบี้ย THBFIX ซึ่งใช้ LIBOR สกุล USD ในการคำนวณ อาจจะมีค่อนข้างมาก เนื่องจาก LIBOR เป็นองค์ประกอบสำคัญในการคำนวณอัตราดอกเบี้ย THBFIX และอัตราดอกเบี้ย THBFIX ก็ใช้อ้างอิงในธุรกรรม interest rate swap และ cash product อื่น ๆ ด้วย ในช่วงที่ผ่านมา ธปท. และผู้ร่วมตลาดโดยคณะกรรมการตลาดการเงินไทย (Thai Financial Markets Committee: TFMC) ได้ตระหนักถึงความสำคัญของประเด็นนี้ โดยได้ติดตามพัฒนาการอย่างใกล้ชิด และศึกษาแนวทางการดำเนินการในต่างประเทศที่มีอัตราดอกเบี้ยประเภท FX-implied เพื่อเป็นทางเลือกในการปรับตัวของระบบการเงินไทยต่อไป เพื่อให้แน่ใจว่าจะสามารถปรับเปลี่ยนองค์ประกอบของ USD rate ที่ใช้คำนวณอัตราดอกเบี้ย THBFIX ได้ทันและให้ผู้ร่วมตลาดมีเวลาในการเตรียมตัว ซึ่งจะลดผลกระทบต่อตลาดการเงินไทยได้

บทสรุป

หนึ่งในพัฒนาการสำคัญที่เกิดขึ้นหลังจากวิกฤตการเงินโลก คือการปฏิรูปอัตราดอกเบี้ยอ้างอิง โดยเฉพาะเมื่อตลาดการเงินโลกกำลังก้าวสู่จุดเปลี่ยนสำคัญเมื่อ LIBOR มีโอกาสที่อาจจะหายไปในปี 2021 แต่การเปลี่ยนโลกที่เคยคุ้นชินกับ LIBOR เป็นเวลานาน นับเป็นความท้าทายในหลายมิติ ทั้งการหาอัตราอ้างอิงตัวใหม่ การพัฒนา

ให้เป็นที่ยอมรับ รวมถึงการบริหารจัดการกับสัญญาทางการเงินที่อ้างอิงกับ LIBOR ที่มีอยู่ให้เป็นไปอย่างราบรื่น

ในช่วงที่ผ่านมา หลายฝ่ายต่างพยายามหาคำตอบให้กับโจทย์สำคัญเหล่านี้ โดยแม้จะได้ข้อสรุปร่วมกันว่า จะเดินหน้าพัฒนาอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงที่ปลอดความเสี่ยงด้านเครดิต หรือ Risk-free Reference Rates (RFRs) มาทดแทน LIBOR แต่การผลักดันให้ผู้ร่วมตลาดนำอัตราอ้างอิง RFRs ใหม่ไปใช้อย่างแพร่หลายนั้น อาจยังไม่เห็นผลสัมฤทธิ์มากนัก เนื่องด้วยข้อจำกัดของ RFRs ที่ปัจจุบันยังพัฒนาให้เกิดขึ้นได้เพียงระยะ overnight เท่านั้น ขณะที่ความต้องการใช้อ้างอิงของผู้ร่วมตลาดครอบคลุมไปถึงระยะ term ซึ่งการพัฒนา RFRs ตัวใหม่ให้มี term ก็ไม่ใช่เรื่องง่าย เพราะจำเป็นอาศัยธุรกรรมอนุพันธ์ เช่น OIS หรือ Futures ที่มากพอ ซึ่งปัจจุบันถือว่ายังอยู่ในช่วงเริ่มต้นของการพัฒนาตลาดอนุพันธ์ที่อ้างอิงกับ RFRs ใหม่ให้เป็นที่ยอมรับและมีสภาพคล่องที่เพียงพอ ซึ่งอาจยังต้องใช้เวลาอีกพอสมควร สำหรับการบริหารจัดการสัญญาทางการเงินที่อ้างอิงกับ LIBOR ที่ค้างอยู่เดิมนั้น ได้เริ่มมีการเตรียมการรองรับในหลายด้าน โดยธุรกรรมอนุพันธ์อาจสามารถปรับเปลี่ยนได้ง่าย ผ่านการปรับสัญญาหลักตาม ISDA แต่สำหรับ cash product ก็อาจมีความยุ่งยากในเชิงกฎหมายและการเจรจาต่อรอง

แม้ปัจจุบันตลาดการเงินโลกกำลังอยู่ในช่วงแสวงหาคำตอบที่ชัดเจน และการประเมินผลกระทบเบื้องต้นต่อตลาดการเงินของไทยจะมีอยู่เพียงจำกัด แต่ก็ได้หมายความว่าเราควรจะนั่งเฉยหรือทำได้เพียงเฝ้าแต่รอเท่านั้น อย่างน้อยผู้ร่วม

ตลาด ทั้งสถาบันการเงินหรือผู้ลงทุนที่มีธุรกรรมอ้างอิงกับ LIBOR ทั้งทางตรงและทางอ้อมก็ควรเตรียมการรับมือไว้ล่วงหน้า เช่น การสำรวจสัญญาทางการเงินที่มีอยู่ และเตรียมความพร้อมในการปรับสัญญารองรับกรณีที่ LIBOR สูญหายไป เพื่อลดความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นให้ได้มากที่สุด เพราะการประวิงเวลาจนเมื่อถึงเวลาที่ LIBOR หายไป การลุกขึ้นมาปรับเปลี่ยนในเวลานั้นก็อาจจะสายเกินไป

References:

- [1] Andrew Bailey, 2017, 'The Future of LIBOR,' Speech at Bloomberg London, July 2017
- [2] ธนาคารแห่งประเทศไทย, 'อัตราดอกเบี้ยอ้างอิงระยะสั้นในตลาดเงิน BIBOR',
<<https://www.bot.or.th/app/bibor/publish/publishRate.aspx?Lang=TH>>
- [3] Bank for International Settlements, 2013, 'Toward better reference rate practices: a central bank perspective,' March 2013
- [4] International Organization of Securities Commissions, 2013, 'Principles for Financial Benchmarks: Final Report,' July 2013
- [5] Andrew Bailey, 2018, 'Interest rate benchmark reform: transition to a world without LIBOR'
- [6] Financial Stability Board, 2018, 'Reforming major interest rate benchmarks: Progress Report', November 2018
- [7] Bank Indonesia, 'IndONIA and JIBOR',
<<https://www.bi.go.id/en/moneter/jibor/indonia/Contents/Default.aspx>>
- [8] Alternative Reference Rates Committee, 2018, 'The Second Report of the Alternative Reference Rates Committee,' March 2018
- [9] Working group on sterling risk-free reference rates, 2018, 'Timeline with Milestones'
- [10] Cross-Industry Committee on Japanese Yen Interest Rate Benchmarks, 2018, Item V: Direction of Way Forward,' 24 October 2018
- [11] Working group on sterling risk-free reference rates, 2018, 'Consultation on Term SONIA Reference Rates', July 2018
- [12] International Swaps and Derivatives Association, 2018, 'IBOR Global Benchmark Survey 2018 Transition Roadmap'
- [13] National Working Group on CHF Reference Rate, 2018, 'Minutes from the meeting of the National Working Group on CHF Reference Interest Rates (31 October 2018)', Nov 2018
- [14] International Swaps and Derivatives Association, 2018, 'Final Results of Benchmark Fallbacks Consultation', Dec 2018
- [15] ---, 2018, Interbank Offered Rate (IBOR) Fallbacks for 2006 ISDA definitions: Consultation on Certain Aspects of Fallback for Derivatives Referencing GBP LIBOR, CHF LIBOR, JPY LIBOR, TIBOR, Euroyen TIBOR and BBSW
- [16] Alternative Reference Rates Committee, 2018, 'ARRC Guiding Principles for More Robust LIBOR Fallback Contract Language in Cash Products,'
- [17] ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2562, 'การเผยแพร่อัตราอ้างอิง Thai Baht Interest Rate Fixing (THBFI) ที่คำนวณจากธุรกรรมจริง,' ข่าว สปท. ฉบับที่ 16/2562, มีนาคม 2562

- [18] ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2557, 'แนวปฏิบัติธนาคารแห่งประเทศไทย เรื่องมาตรฐานการปฏิบัติงานสำหรับสถาบันการเงินที่นำส่งข้อมูลเพื่อการจัดทำอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงระยะสั้นตลาดกรุงเทพ (Bangkok Interbank Offered Rate: BIBOR)
- [19] ธนาคารแห่งประเทศไทย, อัตราดอกเบี้ย ปริมาณธุรกรรม และ ยอดคงค้าง ตลาดซื้อคืนพันธบัตรภาคเอกชน,
<<http://www2.bot.or.th/statistics/BOTWEBSTAT.aspx?reportID=905&language=TH>>

คณะผู้เขียนขอขอบคุณ คุณสุโชติ เปี่ยมชล และคุณเพ็ญลักษณ์ โสธวัชชัย สำหรับคำแนะนำและความช่วยเหลือที่ทำให้บทความนี้สมบูรณ์ยิ่งขึ้น และขอขอบคุณความคิดเห็นที่เป็นประโยชน์จากทีมงาน FAQ Editor: คุณยุววรรณ รัชกุล บุญยะสิทธิ์พรณ

Contact authors:

จินห์นิภา สารกิจพันธ์

Jinnipas@bot.or.th



เนศราธร ลลิตวณิชกุล

Nesaratl@bot.or.th



ธัญญารัตน์ พงกเถาะ

Tanyarap@bot.or.th



ปาริฉัตร อิศระพงศ์ไพศาล

Parichal@bot.or.th



ฝ่ายตลาดการเงิน สายตลาดการเงิน
ธนาคารแห่งประเทศไทย

ภาคผนวก: พัฒนาการของ Risk-free reference rate (RFRs) ในต่างประเทศ

สหรัฐอเมริกา

เมื่อเดือนมิถุนายน 2017 Alternative Reference Rate Committee (ARRC) ได้เลือกอัตราดอกเบี้ย SOFR (Secured Overnight Financing Rate) ซึ่งคำนวณจากตลาดซื้อคืนพันธบัตรภาครัฐ (repurchase agreement: repo) ระยะ overnight เป็น RFR สกุล USD ตัวใหม่ เนื่องจากตลาด repo ในสหรัฐฯ มีขนาดใหญ่ และมีผู้เล่นหลากหลาย ทำให้อัตราดอกเบี้ย SOFR มีความน่าเชื่อถือและบิดเบือนได้ยาก

โดย Federal Reserve Bank of New York ได้เริ่มเผยแพร่อัตราดอกเบี้ยดังกล่าวแล้วตั้งแต่วันที่ 3 เมษายน 2018 ที่ผ่านมา โดย SOFR คำนวณจากรูกรมในตลาด repo ระยะ overnight ในสหรัฐฯ ทั้งแบบ triparty ซึ่งทำผ่าน platform ของ Bank of New York Mellon และแบบ bilateral repo ที่มีการชำระราคาผ่าน FICC's Delivery-versus-payment service แต่ไม่รวมธุรกรรมที่ทำกับธนาคารกลางสหรัฐฯ โดย SOFR คืออัตราดอกเบี้ยที่เป็นค่ามัธยฐานแบบถ่วงน้ำหนักด้วยปริมาณธุรกรรม (volume-weighted median) ที่ตัดธุรกรรมที่มีอัตราดอกเบี้ยต่ำสุดร้อยละ 25 ของปริมาณธุรกรรมทั้งหมดออก เพื่อตัดธุรกรรมประเภทระบุหลักประกัน (specific-issue collateral repo) ซึ่งมักจะมีอัตราดอกเบี้ยต่ำผิดปกติออกก่อน

สหราชอาณาจักร

เมื่อเดือนเมษายน 2017 Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates (Working Group) ได้เลือกอัตราดอกเบี้ย SONIA (Sterling Overnight Index Average) ที่ Bank of England (BOE) ปรับปรุงใหม่ เป็นอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงสกุล GBP แทนอัตราดอกเบี้ย LIBOR สกุล GBP โดย SONIA คำนวณมาจากธุรกรรมกู้ยืมระยะข้ามคืนแบบไม่มีหลักประกันของผู้เล่นรายใหญ่ (Sterling overnight wholesale funding) โดยเหตุผลหลักที่ Working Group เลือกอัตราดอกเบี้ย SONIA เนื่องจากเป็นอัตราดอกเบี้ยตัวเดิมที่มีอยู่แล้วและมีการนำไปใช้ทั้งในตลาดอนุพันธ์โดยเฉพาะ OIS และ cash products ซึ่งจะทำให้การเปลี่ยนผ่านทำได้ง่าย

ทั้งนี้ BOE ได้ปรับปรุงวิธีและกระบวนการคำนวณ SONIA และเริ่มเผยแพร่ SONIA ที่ปรับปรุงใหม่ตั้งแต่วันที่ 23 เมษายน 2018 เป็นต้นมา โดย (1) BOE ทำหน้าที่เป็นทั้ง rate administrator, calculation agent, และผู้เผยแพร่ของ SONIA แทน Wholesale Market Brokers Association (2) ประเภทของข้อมูลที่นำมารวมในการคำนวณ (coverage) กว้างขึ้น ครอบคลุมการกู้ยืมทั้งที่ตกลงแบบ bilateral และผ่าน dealer ซึ่งทุกหน่วยงานที่มีการทำธุรกรรมในตลาดเงินของสหราชอาณาจักรต้องรายงานภายใต้ Sterling Money Market Daily Data (SMMD) ของ BOE (3) เปลี่ยนวิธีคำนวณเป็นค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักด้วยปริมาณธุรกรรม (volume-weighted mean) โดยตัดธุรกรรมที่มีอัตราดอกเบี้ยสูงสุดและต่ำสุดด้านละร้อยละ 25 ของปริมาณธุรกรรมทั้งหมดออกเพื่อลดความผันผวนของค่าอัตราดอกเบี้ย SONIA ที่จะคำนวณออกมา และ (4) เวลาเผยแพร่เปลี่ยนเป็น 9.00 น. ของวันทำการถัดไป จากเดิม 18.00 น. ในวันเดียวกัน

สวิตเซอร์แลนด์

The National Working Group on Swiss Franc Reference Rates (NWG) ได้เสนออัตราดอกเบี้ย **Swiss Average Rate Overnight (SARON)** เป็นอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงตัวใหม่แทนอัตราดอกเบี้ย TOIS (Tomorrow/Next Overnight Indexed Swaps) และ อัตราดอกเบี้ย LIBOR สกุล CHF โดยได้เปลี่ยนผ่านจาก TOIS เรียบร้อยแล้วและได้ประกาศยกเลิกการจัดทำ TOIS แล้วเมื่อสิ้นปี 2017 เนื่องจากปริมาณธุรกรรมของตลาดอ้างอิงของ TOIS และจำนวน contributors ลดลงค่อนข้างมาก โดย SARON คือค่า volume-weighted mean ของธุรกรรม repo ทั้งธุรกรรมที่เกิดขึ้นจริงและธุรกรรมที่ quote ระหว่างธนาคารที่ทำผ่าน Trading platform ของ Six Repo Ltd.

สหภาพยุโรป

เมื่อวันที่ 13 กันยายน 2018 Working Group on Euro Risk-free Rates เลือกอัตราดอกเบี้ย **Euro Short-term Rate (ESTER, €STR)** ซึ่งอยู่ระหว่างการพัฒนาของ European Central Bank (ECB) เป็น RFR สกุล EUR เพื่อเป็นทางเลือกเพิ่มเติมจากอัตราดอกเบี้ย EONIA และ Euribor ที่มี EMMI (European Money Markets Institute) ซึ่งเป็น private sector เป็น administrator เนื่องจากกังวลว่าอาจไม่สามารถปรับ EONIA ให้เป็นไปตามเกณฑ์ EU Benchmarks Regulation ซึ่งจะเริ่มมีผลบังคับใช้เต็มรูปแบบตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2022 และ LIBOR สกุล EUR โดยปัจจุบัน working group อยู่ระหว่างการวางแผนเปลี่ยนผ่านจาก EONIA มายัง ESTER

โดย ESTER เป็นอัตราดอกเบี้ยที่คำนวณจากธุรกรรมในตลาดกู้ยืมเงินสกุล EUR แบบไม่มีหลักประกันที่ธนาคารขนาดใหญ่ 52 แห่งในสหภาพยุโรปต้องรายงานภายใต้ ECB's Money Market Statistical Reporting (MMSR) โดย ECB เห็นว่า แม้ตลาดกู้ยืมแบบไม่มีหลักประกันมีแนวโน้มลดลง แต่ธุรกรรมระยะ overnight ยังมีเพียงพอในการสร้างอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงที่ดีได้ในทุกภาวะตลาด ขณะที่ธุรกรรมในระยะอื่น ๆ มีน้อย จึงไม่เพียงพอสำหรับการสร้างอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงแบบ transaction-based ได้

ญี่ปุ่น

เมื่อเดือนธันวาคม 2016 The Study Group on Risk-Free Reference Rates (the Study Group) ได้เลือกอัตราดอกเบี้ย **Tokyo Overnight Average Rate (TONA)** ซึ่งเป็นอัตราดอกเบี้ยที่คำนวณจากธุรกรรมจริงใน uncollateralized overnight call rate market เป็น RFR สกุล JPY ใช้ควบคู่กับ Tokyo Interbank Offered Rate (TIBOR) เนื่องจากตลาดอ้างอิงของ TONA มีขนาดค่อนข้างใหญ่และมีผู้เล่นหลากหลายและมีการใช้อยู่แล้วในบางตลาด เช่น OIS ซึ่งน่าจะทำให้การเปลี่ยนผ่านทำได้ค่อนข้างง่าย โดยมีแผนการปรับปรุงตลาด OIS ที่อิงกับ TONA ให้ตอบโจทย์กับความต้องการของผู้ร่วมตลาดมากขึ้น และได้ตั้งคณะทำงานใหม่ชื่อ Cross-Industry Committee on Japanese Yen Interest Rate Benchmarks เมื่อเดือนสิงหาคม 2018 เพื่อศึกษาและพัฒนา transition plan ในระยะต่อไป