

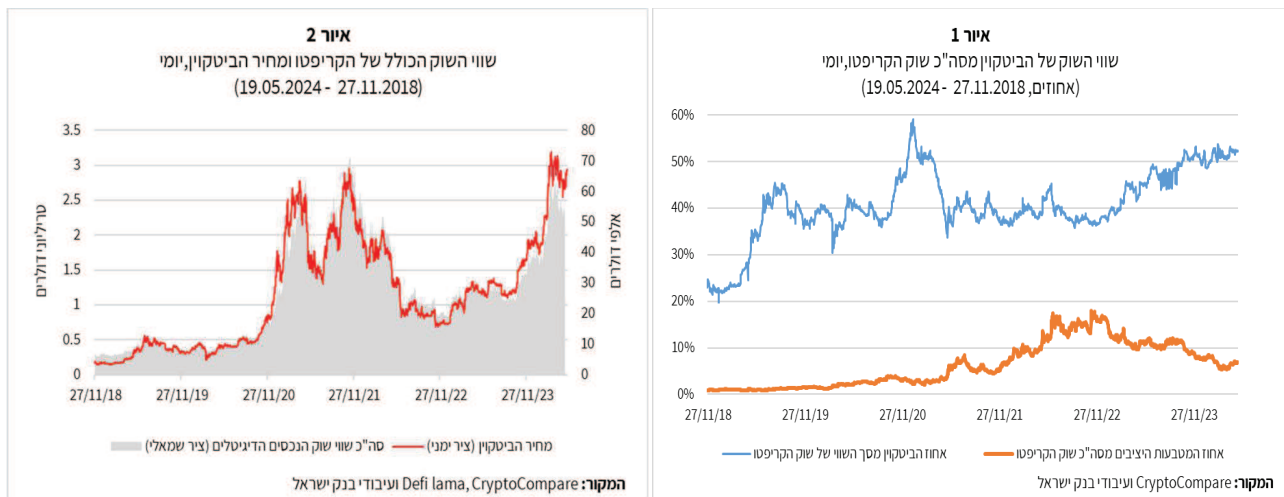
5.4. סיקור המגמה העולמית והישראלית בשוק הקריפטו

עיקרי הדברים

- הציבור הישראלי מגלה עד כה עניין מוגבל בהשקעה בנכסים קריפטוגרפיים, מתחת לשיעור ההשקעה הממוצע בקרב המדינות המפותחות;
- בהשפעת השיאים שנקבעו במחירי הביטקוין בשנה האחרונה, הגדילו משתמשים ישראלים את היקף השקעותיהם בנכסים אלה בהשוואה לשיא הקודם שנקבע במחירו בשנת 2022;
- הנתונים לא מצביעים על פעילות מסחרית משמעותית ברשת הבלוקצ'יין שמיוחסת למשתמשים ישראלים;
- חלק מהישראלים רכשו "מטבעות דיגיטליים יציבים", ביו השאר כדי להתגונן מפני תנודות בשער החליפין של השקל אל מול הדולר.

1. מגמות עולמיות אחרונות

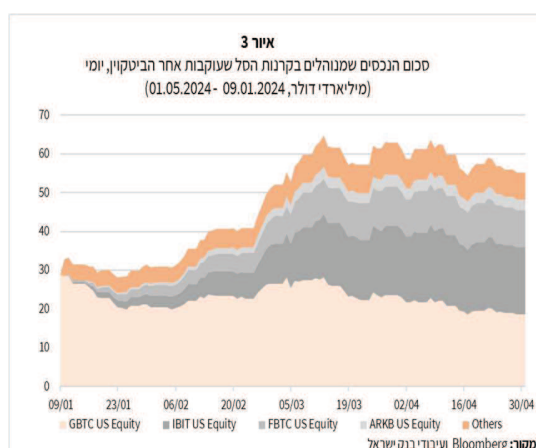
נכסים קריפטוגרפיים הם נכסים דיגיטליים המאובטחים על ידי הצפנה. מרבית הנכסים הקריפטוגרפיים מועברים בין משתמשים על גבי רשתות מבוססות המשתמשות בטכנולוגיית בלוקצ'יין – ספר חשבוניות מבוסס⁶⁴. מאז סוף שנת 2022 חווה שוק הנכסים הקריפטוגרפיים מחזור עסקים חיובי; נפח המסחר בשוק גדל בחודשים האחרונים כאשר הוא מונע על ידי העלייה במחירים של נכסי הקריפטו המובילים ובראשם הביטקוין (איור 1). שווי השוק המשוער של נכסים אלה הוכפל מתחילת ספטמבר 2023, ואף יותר מכך, והוא עולה כעת על 2.75 טריליון דולר,⁶⁵ שזה שווה ערך לשווייה של חברה שנמנית על חמש החברות המובילות בשוק המניות האמריקאי (איור 2). הביטקוין מייצג כמחצית משווי השוק הכולל של הנכסים הקריפטוגרפיים ומחירו משפיע באופן משמעותי על השוק כולו, כאשר מחירי הנכסים האחרים מציגים מתאם גבוה עם מחיר הביטקוין.



⁶⁴ להרחבה ראו תיבה בדו"ח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2021.

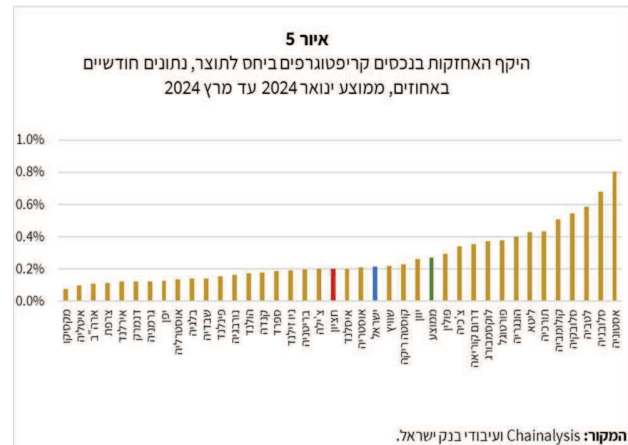
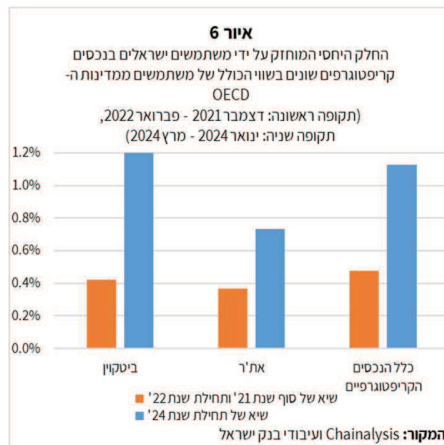
⁶⁵ לפי אתר cryptocompare, שווי השוק עמד בתחילת חודש ספטמבר 2023 על טריליון דולר ונכון ל-1 באפריל 2024 הוא עמד על 2.75 טריליון דולר.

מגמה חיובית זו במחירי הנכסים הקריפטוגרפיים התרחשה במקביל למגמה חיובית במחירים של הנכסים הפיננסיים המסורתיים. מאז סוף שנת 2022 רשמו מדדי המניות בחו"ל עליות מחירים באופן כמעט רצוף. התפתחות חיובית ייחודית לשוק הקריפטו הייתה האישור של הרשות האמריקאית לניירות הערך (SEC) בחודש ינואר 2024 להנפיק קרנות סל עוקבות מחיר הביטקוין. ייתכן שהציפייה לאישור זה הקפיצה את המסחר בנכס כבר בחודשים שקדמו לכך. בתחילת חודש מאי הגיע היקף הנכסים המנוהלים בקרנות סל עוקבות מחיר הביטקוין הללו לכ-55 מיליארד דולר (איורים 3 ו-4), מה שתרם למסחר בנכס הבסיס. בנוסף אישרה גם ה-SEC בסוף חודש מאי הנפקה של קרנות סל עוקבות מחיר האתר, הנכס הקריפטוגרפי השני בערכו לפי שווי שוק.



רוב המסחר בנכסים קריפטוגרפיים מתנהל בבורסות מרוכזות, כלומר באופן שאינו שקוף ושאינו מתועד ברשת הבלוקצ'יין. הדבר נובע בעיקר מעלויות עסקה גבוהות, במיוחד עבור פעולות קטנות בפעולה ישירה על הרשת. בנוסף יש בעיית ריכוזיות בקרב נותנות השירותים, כאשר הבורסה המובילה – "בייננס" (Binance) - מרכזת מעל ל-40% מנפח המסחר (לפי אתר The Block, מאי 2024). המאסדרים האמריקאים, בדגש על ה-SEC, פעלו בשנים האחרונות נגד חברות שהציעו שירותים בתחום הנכסים הקריפטוגרפיים, בטענה להפרה של חוקי ניירות הערך האמריקאים. דוגמה בולטת לכך היא המשפט שמתנהל נגד הבורסה "קוינבייס" (Coinbase), אחת הבורסות המובילות מבין הבורסות המרוכזות. על "בייננס" נאסר לפי הוראת המפקח להציע את שירותיה בארה"ב, והיא מפעילה גרסה מקומית של פלטפורמת המסחר שלה.

תיבה זו מציגה לראשונה נתונים כמותיים על העניין שמגלה הציבור הישראלי בנכסים קריפטוגרפיים.⁶⁶ מהנתונים עולה שישראל נמצאת קצת מתחת לממוצע בשיעור ההשקעה בנכסים אלה בהשוואה למדינות מפותחות (איור 5). האחזקות של תושבי ישראל בערכים נומינליים מוערכות בכ-1 מיליארד דולר.

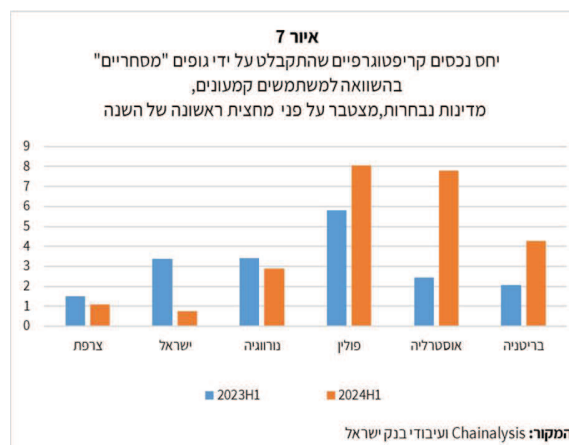
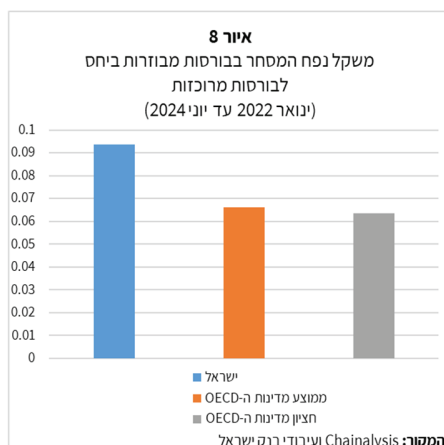


מגמות העבר מראות שתקופות של מחירי ביטקוין גבוהים התאפיינו בהשקעה גבוהה יותר של הציבור, מעל ומעבר להשפעה של עליית המחיר על שווי האחזקות. בעיקרו של דבר גבר העניין המקומי בתקופות המחירים הגבוהים הללו. בתקופת השיא הנוכחית הגבירו תושבי ישראל את היקף השקעותיהם בהשוואה לתקופת השיא הקודמת וביחס למדינות הסמן (איור 6). עם זאת נותרה החשיפה הכוללת במונחים מוחלטים נמוכה למדי.

כיום פועלים בישראל מספר נותני שירותים מורשים שמציעים שירותי מסחר, משמורת ושירותים נוספים בתחום הנכסים הקריפטוגרפיים (נכסים וירטואליים). בנוסף יש למשתמשים האפשרות לפתוח ולנהל ארנקים פרטיים על גבי רשת הבלוקצ'יין. ניתוח של ארנקים פרטיים עם זיקה ישראלית שמחזיקים ביטקוין, מגלה כשלושת אלפים ארנקים כאלה, רובם מכילים נכסים בשווי של פחות מעשרת אלפים דולר.⁶⁷ רק כ-60 ארנקים מכילים סכומים שעולים על רף זה, מה שמעיד על שימוש אפשרי של גופים מסחריים בארנקים אלה. מספר הארנקים הישראליים גדל בחודשים האחרונים בכ-1% מדי חודש. מספר הארנקים הכולל של הישראליים מוערכת ככל הנראה בחסר בשל כמה גורמים; משקיעים רבים משתמשים בארנקים של נותני שירותים ריכוזיים, כגון בורסות ומשמרנים, שאינם כלולים בהערכה זו. בנוסף קיים זיהוי חלקי של ארנקים ישראלים ברשת הבלוקצ'יין. מסיבות אלה אנו נמנעים בתיבה זו מהצגת ניתוחים בהתבסס על נתוני הארנקים ומשתמשים בנתונים המבוססים על התעבורה במרשתת.

⁶⁶ הניתוח מתבסס ברובו על נתונים שנרכשו מחברת צ'יינאליסיס (Chainalysis). על מנת להעריך את המיקום הגיאוגרפי של הנכסים הקריפטוגרפיים שנשלחים בין עסקים על גבי רשת הבלוקצ'יין, משלבת החברה בין נתונים מרשת הבלוקצ'יין שאותם היא מנטרת, לבין נתונים שהיא מקבלת מצדדים שלישיים שנותנים פירוט של המיקום הגיאוגרפי של המשתמשים של עסקים אלה לפי התעבורה במרשתת.

⁶⁷ צ'יינאליסיס (Chainalysis) משתמשת בשיטות ניתוח שונות על מנת לעקוב אחר פעילותם של ארנקים על גבי הרשת ולנסות ולזהות את המאפיינים של בעלי הארנקים ואת המיקום הגיאוגרפי שלהם בפרט.



התפלגות נפח המסחר במהלך שנת 2023 בין גופים מסחריים⁶⁸ לבין משקיעים קמעוניים בישראל הייתה דומה לזו שבמדינות אחרות (איור 7). עם זאת ירד בחודשים האחרונים נפח הפעילות של משקיעים גדולים באופן משמעותי. ירידה זו עשויה לנבוע גם ממעבר של משקיעים גדולים לארנקים חדשים שטרם זוהו כישראלים או משימוש בנותני שירות לא ישראלים באמצעות הארנקים של אלה או באמצעות השקעות בקרנות הסל החדשות בחו"ל.

כ-80% מהמסחר של משקיעים ישראלים בנכסים קריפטוגרפיים מתבצע באמצעות בורסות מרוכזות, כאשר 20% הנותרים באמצעות בורסות מבוזרות (איור 8). שיעור זה של שימוש בבורסות מבוזרות, הוא כפול מזה של מדינות מפותחות אחרות. מסחר בבורסה מבוזרת דורש היכרות מעמיקה יותר עם הפעילות על גבי רשת הבלוקצ'יין, שמשתמשים קמעוניים סביר להניח נוטים פחות להחזיק בה. מבין הבורסות המרוכזות, סוחרים הישראלים בעיקר ב"בייננס", שמרכזת כ-60% מנפח המסחר שלהם, שהוא מעל למשקלה העולמי של בורסה זו.

בשנים האחרונות גדל השימוש במטבעות דיגיטליים יציבים לצד נכסים קריפטוגרפיים ידועים כמו ביטקוין ואת'ר, שמונפקים ישירות על גבי רשת הבלוקצ'יין. "מטבע יציב" הוא מטבע דיגיטלי שפועל על תשתית טכנולוגית, שערכו צמוד לנכס אחר. שווי השוק של מטבעות יציבים מהווה פחות מעשרה אחוזים משווי השוק הכולל של נכסים קריפטוגרפיים. מטבעות יציבים פופולריים מבחינת היקף השימוש והאחזקה בהם, כמו USDT ו-USDC, צמודים בערכם לדולר האמריקאי. החברות שמנפיקות מטבעות מסוג זה מתחייבות לפדות אותם על פי דרישת הקונה בהתאם לערכו הדולרי. ניתן לסחור במטבעות אלה ברשת הבלוקצ'יין והם משמשים למעשה כשער כניסה לרשת הבלוקצ'יין עם ערך שמעוגן למטבע פיאת (מטבע פיאת הוא מטבע שהונפק ע"י מדינה). הסיבה המרכזית לפופולריות של מטבעות יציבים היא התנודתיות הגבוהה של המטבעות ה"לא יציבים" כגון הביטקוין. המרת ביטקוין למטבע יציב מאפשרת למשתמשים "לנעול" ערך שהוא צמוד למטבע פיאת כמו דולר ארה"ב, מבלי "לצאת" לחלוטין מרשת הבלוקצ'יין. דבר זה מקטין את עלויות העסקה שכרוכה בפעולת

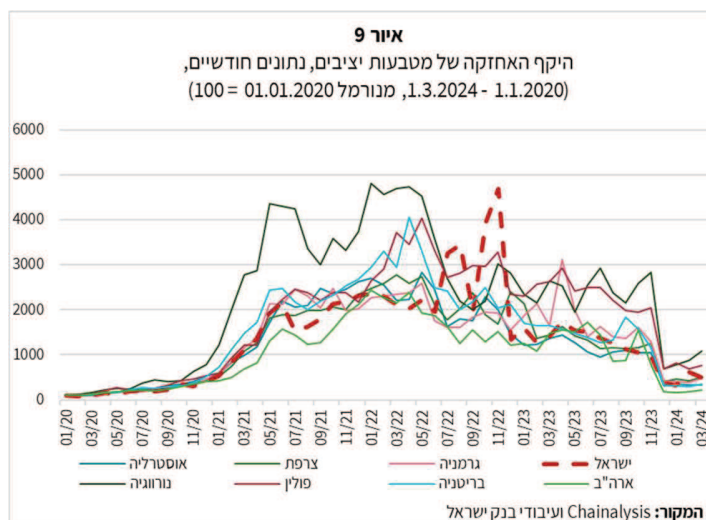
⁶⁸ הביטוי "מסחרי" בהקשר לניתוח כאן משמעותו עסקאות שהיקפן היה מעל 10,000 דולר.

מסחר נוספת ואת החשיפה לתנודתיות.⁶⁹

תיאורטית יכולים מטבעות יציבים לשמש כאמצעי להשקעה בנכס שצמוד אליו, כמו הדולר. במדינות עם

כלכלות לא יציבות ומטבע תנודתיים או סיכונים גבוהים לפיחות והגבלות על רכישה של מט"ח דרך המערכת הפיננסית הרשמית, יכולים מטבעות יציבים שצמודים לדולר להציע הגנה מפני פיחות במטבע המקומי.

נכון לחודש מרץ החזיקו משתמשים ישראלים במטבעות יציבים בשווי של כ-70 מיליון דולר.⁷⁰ ככלל עולה המגמה של ההחזקה במטבעות יציבים על ידי ישראלים בקנה אחד עם המגמות במדינות נבחרות אחרות. עם זאת היו בישראל גם סטיות מהמגמה העולמית, בעיקר במחצית השנייה של שנת 2022 (איור 9).



רגרסיה לינארית פשוטה שמנתחת את הקשר שבין שיעור השינוי החודשי באחזקות של מטבעות יציבים על ידי ישראלים בתקופה שבין מרץ 2019 ועד מרץ 2024 מול שיעור השינוי באחזקות של מטבעות יציבים על ידי משתמשים אמריקאים, שיעור השינוי בשער החליפין שקל - דולר ושיעור השינוי במחיר הביטקוין, מצביעה על כך שעיקר הקשר מוסבר בשינוי במגמה העולמית ביחס לאחזקות במטבעות יציבים. יחד עם זאת, כשליש מהשינוי מוסבר, באופן מובהק, בתנודות בשער החליפין שקל-דולר.⁷¹ ההשפעה של שער החליפין של השקל היא כצפוי – עלייה בשער, שמשמעותה פיחות בשקל, מתואמת עם עלייה בערך הדולרי של סך המטבעות היציבים שהוחזקו על ידי משתמשים ישראלים.

⁶⁹ ראו מסמך עקרונות לפעילות מטבעות יציבים שפרסם בנק ישראל בחודש פברואר 2023. <https://boi.org.il/publications/pressreleases/55310>

⁷⁰ על פי Chainalysis, ככל הנראה מדובר בהערכת חסר

⁷¹ שיעור השינוי בשער החליפין שקל-דולר ברגרסיה הוא בו-זמני לשיעור השינוי באחזקות של מטבעות יציבים, כלומר, הוא מתייחס לאותו החודש. לא סביר שהאחזקה של ישראלים במטבעות יציבים משפיעה על שער החליפין ולכן החשש מאנדוגניות הוא נמוך. מנגד סביר להניח כי השינוי בשער החליפין אמור להשפיע בפיגור על הרכישה של מטבעות יציבים. אולם מכיוון שהנתונים הם חודשיים, שימוש בפיגור של חודש בשינוי בשער החליפין הוא פיגור ארוך מדי, יחסית לזמן התגובה הסביר בשוק המט"ח. אכן, השימוש בפיגור של חודש אחד בשיעור השינוי בשער החליפין ברגרסיה מביאה לתוצאה לא מובהקת ביחס למשתנה המסביר.

טבלה 1. תוצאות של אמידה בשיטת OLS - המשתנים המשפיעים על החזקות של ישראלים במטבעות יציבים

Upper 95%	Lower 95%	P- value	t Stat	סטיות תקן	מקדם	
0.14	-0.02	0.16	1.42	0.04	0.06	חותך
0.88	0.28	0.00	3.85	0.15	0.58	שיעור השינוי באחזקה במטבעות יציבים על ידי אמריקנים
7.97	1.66	0.00	3.06	1.58	4.82	שיעור השינוי בשער השקל-דולר
0.57	-0.20	0.34	0.97	0.19	0.18	שיעור השינוי במחיר הביטקוין
						Regression Statistics
					0.33	R Square
					0.29	Adjusted R Square
					0.30	Standard Error
					60	תצפיות