

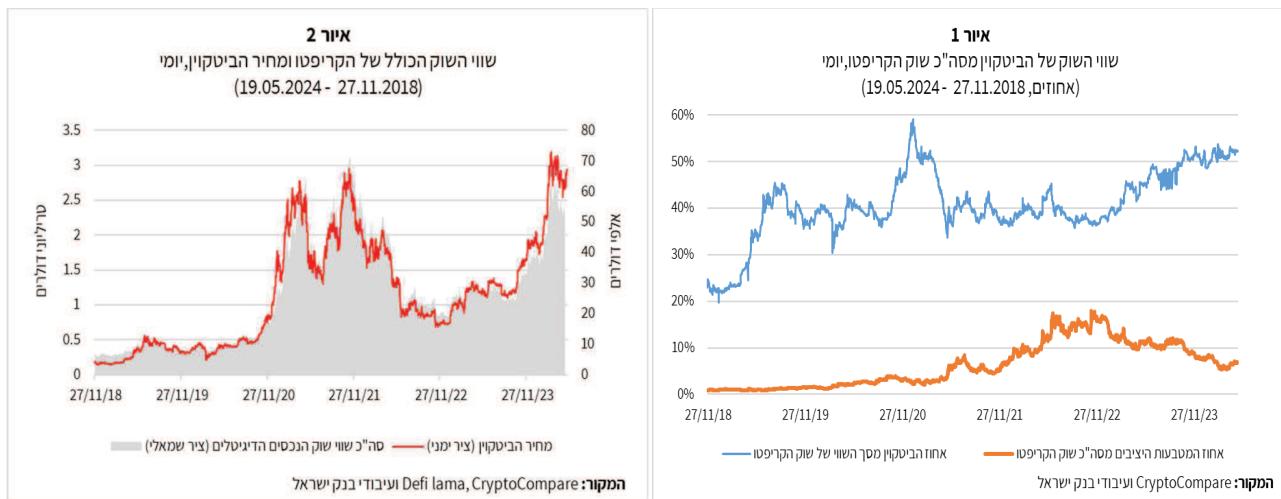
## 5.4. סיקור המגמה העולמית והישראלית בשוק הкриpto

### עיקרי הדיברים

- הציבור הישראלי מגלה עד כה עניין מוגבל בהשקעה בנכסים קרייפטוגרפיים, מתחת לשיעור ההשקעה המוצע בקרב המדינות המפותחות;
- בשפעת השיאים שנקבעו במחירים הביטקיים בשנת האחרונה, הגידילו משתמשים ישראלים את היקף השקעותיהם בנכסים אלה בהשוואה לשיא הקודם שנקבע במחירו בשנת 2022;
- הנוטנים לא מצביעים על פעילות מסחרית משמעותית בראשות הבלוקצ'יין שמיוחסת למשתמשים הישראלים;
- חלק מהישראלים רכשו "מטבעות דיגיטליים יכיבים", ביו השאר כדי להתגונן מפני תנודות בשער החליפין של השקל אל מול הדולר.

### 1. מגמות עולמיות אחורנות

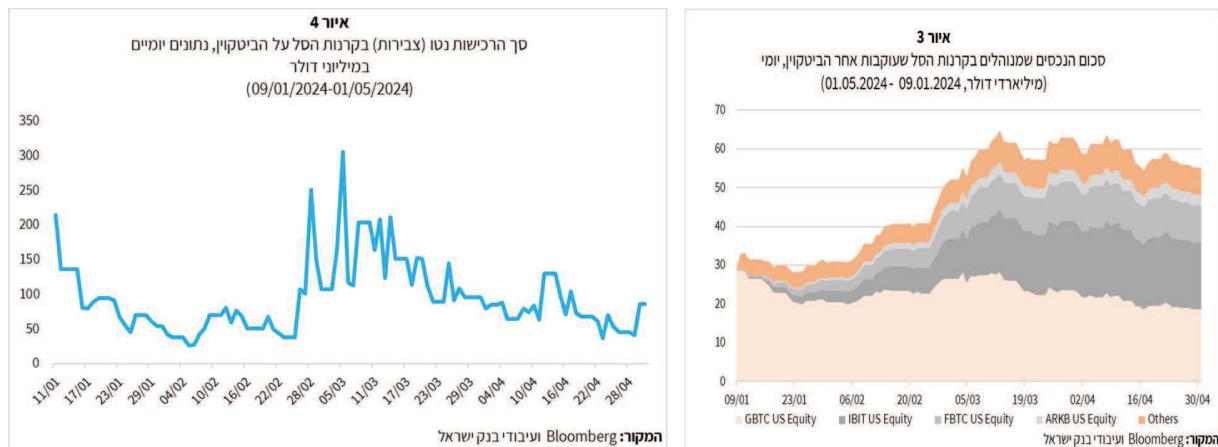
נכסים קרייפטוגרפיים הם נכסים דיגיטליים המאובטחים על ידי הצפנה. מרבית הנכסים הקרייפטוגרפיים מועברים בין משתמשים על גבי רשותות מבוזרות המשמשות בטכנולוגיית בלוקצ'יין – ספר חשבונות מבוזר<sup>64</sup>. מאז סוף שנת 2022 חוות שוק הנכסים הקרייפטוגרפיים מחזור עסקים חיובי; נפח המסחר בשוק נגדל בחודשים האחרונים כאשר הוא מונע על ידי העלייה במחירים של נכסים הкриpto המוביילים ובראשם הביטקון (איור 1). שווי השוק המשוער של נכסים אלה הוכפל מתחילת ספטמבר 2023, והוא יותר מכך, והוא עולה כעת על 2.75 טריליון דולר<sup>65</sup>, שווה ערך לשוויה של חברת שמןית על חמיש החברות המובילות בשוק המניות האמריקאי (איור 2). הביטקון מייצג כמחצית משווי השוק הכלול של הנכסים הקרייפטוגרפיים ומחייב משפייע באופן משמעותי על השוק כולו, כאשר מחירי הנכסים האחרים מציגים מתאימים גבוהים עם מחיר הביטקון.



<sup>64</sup> להרחבה ראו תיבת בדוח היציבות הפיננסית למחצית השנייה של 2021.

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

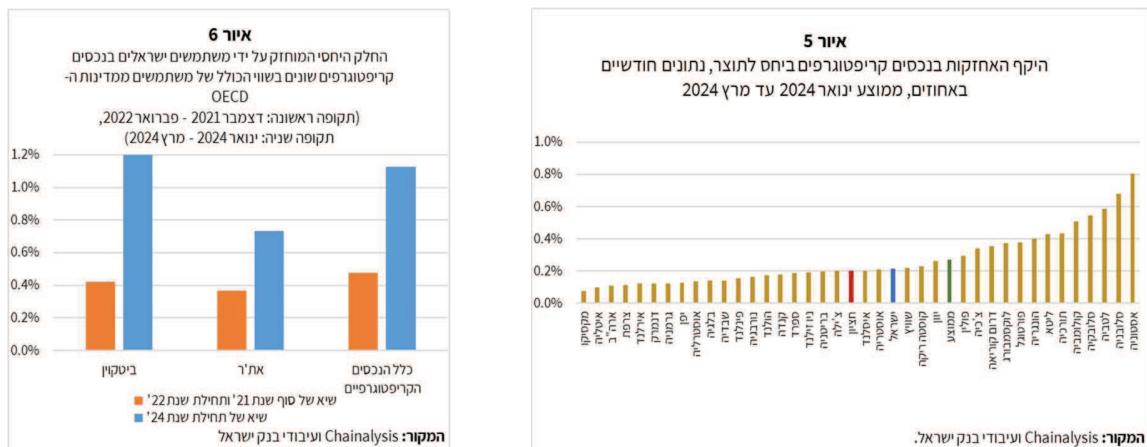
מגמה חיובית זו במחורי הנכסים הкриptoוגרפיים התרחשה במקביל למגמה חיובית במחירים של הנכסים הפיננסיים המסורתיים. מאז סוף שנת 2022 רשםו מודדי המניות בחו"ל עליות מחירים באופן כמעט רצוף. התפתחות חיובית ייחודית לשוק הקריpto הייתה האישור של הרשות האמריקאית לנירות הערך (SEC) בחודש ינואר 2024 להנפיק קרנות של עוקבות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



רוב המסחר בנכסים קריptoוגרפיים מתנהל בבורסות מרוכזות, כולל באופן שאינו שקוֹף ולאינו מ투וע בראש הבלוקצ'ין. הדבר נובע בעיקר מעליות עסקה גבוהות, במיוחד עבור פעולות קטנות בפועל ישירה על הרשות. בנוסף יש בעיות ריכוזיות בקרב נווטנות השירותים, כאשר הבורסה המוביילה – "בייננס" (Binance) – מרכזota מעל-ל-40% מנהה המסחר (לפי אתר The Block, מאי 2024). המאיסדים האמריקאים, בדגש על ה-SEC, פועלו בשנים האחרונות נגד חברות שהציגו שירותים בתחום הנכסים הкриptoוגרפיים, בטענה להפרה של חוקי ניירות הערך האמריקאים. דוגמה בולטת לכך היא המשפט שמתנהל נגד הבורסה "קויינביס" (Coinbase), אחת הבורסות המובילות מבין הבורסות המרוכזות. על "בייננס" נאסר לפי הוראות המפקח להציג את השירותיה בארה"ב, והיא מפעילה גרסה מקומית של פלטפורמת המסחר שלה.

## 2. השעות של תושבי ישראל בנכסיים קרייפטוגרפיים

תיבה זו מזכירה לראשונה נתונים מסוימים על העניין שוגלה הציבור הישראלי בנסיבות קרייפטוגרפיים.<sup>66</sup> מהנתונים עולה שישראל נמצא במצב קצר ממוצע בשיעור ההשערה בנסיבות אלה בהשוואה למדינות מפותחות (אייר 5). האחזקות של תושבי ישראל בערכיהם נומינליים מוערכות בכ-1 מיליארד דולר.

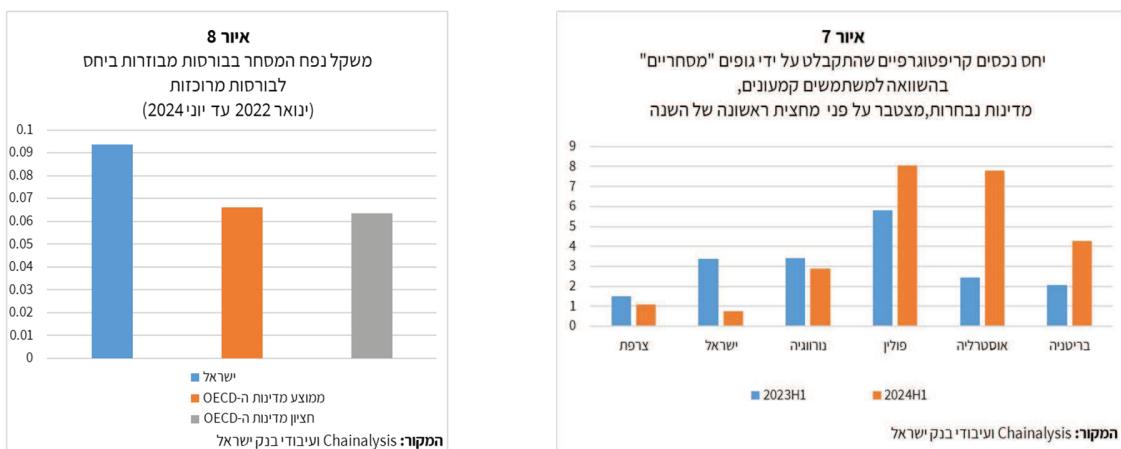


משמעות העבר מראות שתקופות של מחירי ביטוקין גבוהים התאפיינו בהשקעה גבוהה יותר של הציבור, מעלה השפעה של עלית המחיר על שווי האחזקות. בעיקרו של דבר גבר העניין המקומי בתקופות המחרימים הגבוהים הללו. בתקופת השיא הנוכחת הגבירותו תושבי ישראל את היקף השקעותיהם בשווה לתקופת השיא הקודמת וביחס למניות הסמן (אייר 6). עם זאת נותרה החשיפה הכוללת במונחים מוחלטים נמוכה מאוד.

קיים פועלים בישראל מספר נותני שירותים מורשים שמצויעים שירותי מסחר, משמרות ושירותים נוספים בתחומי הנכסים הקרייפטוגרפיים (נכסים וירטואליים). בנוסף יש למשתמשים האפשרות לפתח ולנהל ארכנים פרטיים על גבי רשות הבלוקצ'ין. ניתן של ארכנים פרטיים עם זיקה ישראלית שמחזיקים ביטקוין, מגלה שלושת אלפיים ארכנים כאלה, רובם מכילים נכסים בשווי של פחות מעשר אלף דולר.<sup>67</sup> רק כ-60 ארכנים מכילים סכומים שעולים על רף זה, מה שמעיד על שימוש אפשרי של גופים מסחריים בארכנים אלה. מספר ארכנים הישראלים גדל בחודשים האחרונים בכ-1% מדי חודש. מספר הארכנים כולל של הישראלים מוערכת ככל הנראה בחסר בשל כמה גורמים; משקיעים רבים משתמשים בארכנים של נותני שירותים ריכוזיים, כגון בורסות וশמרנים, שאינם כוללים בהערכתה זו. בנוסף קיימים זיהוי חלקי של ארכנים הישראלים בראש הבלוקצ'ין. מסיבות אלה אנו נמנעים בתיבעה זו מהציג ניתוחים בהתבסס על נתוני הארכנים ומשתמשים בתנתונים המבוססים על התעבורה במרשתת.

<sup>66</sup> הנitionה מtabטש ברובו על נתוניים שנרכשו מחברת ציינאליסיס (Chainalysis). על מנת להעריך את המיקום הגיאוגרפי של הנכסים הкриיפטוגרפיים שנשלחים בין עסקים על גבי רשת הבלוקצ'יין, משלבת החברה בין נתונים מרשות הבלוקצ'יין שאוטם היא מטרת, לבון נתונים שהיא מקבלת מצדדים שלישיים שונים פירוט של המיקום הגיאוגרפי של המשתמשים של עסקים אלה לפי התערבותם במרשתת.

<sup>67</sup> צ'יניאליסיס (Chainalysis) משתמש בשיטות ניתוח שונות על מנת לעקוב אחר פעילותם של ארכנים על גבי הרשת ולנסות ולהזע את המאפיינים של בעלי הארכנים ואת המיקום הגיאוגרפי שלהם בפרט.



התפלגות נפח המסחר במהלך שנת 2023 בין גופים מסחריים<sup>68</sup> לבין מושקים קמעוניים בישראל הייתה דומה לו שבמדינות אחרות (איור 7). עם זאת ירד בחודשים האחרונים נפח הפעולות של מושקים גדולים באופן משמעותי. ירידת זו עשויה לנבוע גם ממעבר של מושקים גדולים לארכנים חדשים שטרם זוהו בישראל או משימוש בנוטני שירות לא ישראלים באמצעות הארכנים של אלה או באמצעות השקעות בקרןאות החדשות בחו"ל.

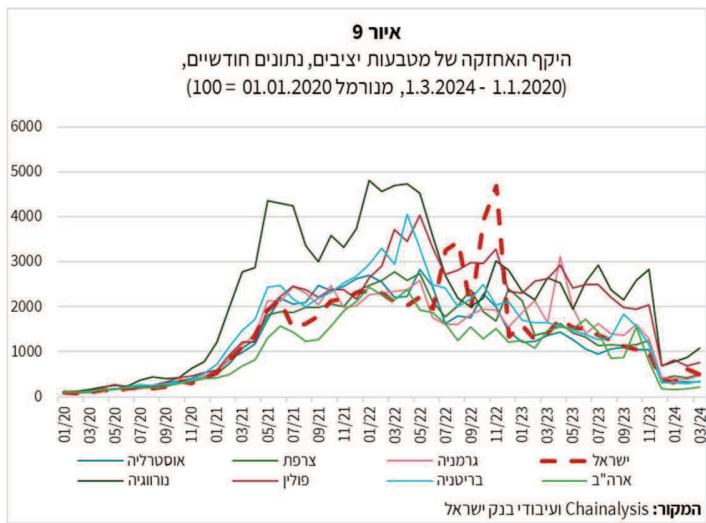
כ-80% מהמסחר של מושקים ישראלים בנכסים קרייפטוגרפיים מתבצע באמצעות בורסות מרכזיות, כאשר 20% הנותרים באמצעות בורסות מובוזרות (איור 8). שיעור זה של שימוש בבורסות מובוזרות, הוא כפול מזה של מדיניות מפותחות אחרות. מסחר בבורסה מובוזרת דורש היכרות עמוקה יותר עם הפעולות על גבי רשת הבלוקצ'יין, שימושים קמעוניים סביר להניח נוטים פחות להחזיק בה. בין הבורסות המרכזיות, סוחרים הישראלים בעיקר ב"ביינס", שמרכזות כ-60% מנפח המסחר שלהם, שהוא מעלה למקורה העולמי של בורסה .

בשנתיים האחרונות גדל השימוש במטבעות דיגיטליים יציבים לצד נכסים קרייפטוגרפיים ידועים כמו ביטקוין ואתיר, שימושים ישרות על גבי רשת הבלוקצ'יין. "מטבע יציב" הוא מטבע דיגיטלי שפועל על תשתית טכנולוגית, שערכו צמוד לנכס אחר. שווי השוק של מטבעות יציבים מהווים פחתה מעשרה אחזוקים לשוק הכולול של נכסים קרייפטוגרפיים. מטבעות יציבים פופולריים מבחינת היקף השימוש והאחזקה בהם, כמו USDT ו-USDC, צמודים במערכות לדולר האמריקאי. חברות שמנפיקות מטבע מסווג זה מתחייבות לפdotות אוthem על פי דרישת הקונה בהתאם לערכו הדולרי. ניתן ללחוץ במטרות אלה בראשת הבלוקצ'יין והם משמשים למעשה כשער כניסה לרשת הבלוקצ'יין עם ערך שמעוגן למטבע פיאט (מטבע פיאט הוא מטבע שהונפק ע"י מדינה). הסיבה המרכזית לפופולריות של מטבעות יציבים היא התנדתיות הגבוהה של המטבעות ה"לא יציבים" כגון הביטקוין. המרת ביטקוין למטבע יציב מאפשר למשתמשים "לנעול" ערך שהוא צמוד למטבע פיאט כמו دولار אמריקאי, מבלי "לצאתן" מרשת הבלוקצ'יין. דבר זה מקטין את עליות העסקה שכורוכה בפעולת

<sup>68</sup> הביטוי "מסחרי" בהקשר לניזוח כאן משמעו עסקאות שהיקפו היה מעל 10,000 דולר.

מסחר נוספת ואת החשיפה לתנודתיות.<sup>69</sup>

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



כללות לא יציבות ומطبع תנודתיים או סיכון גבוהים לפיחות והגבלות על רכישה של מט"ח דרך המערכת הפיננסית הרשמית, יכולם מטבעות יציבים שצמודים לדולר להציג הגנה מפני פיחות במطبع המקומי.

נכון לחודש מרץ החזקוו משתמשים ישראלים במטבעות יציבים בשווי של כ-70 מיליון דולר.<sup>70</sup> ככל עולה המגמה של ההחזקה במטבעות יציבים על ידי ישראלים בקנה אחד עם המגמות במדינות נבחרות אחרות. עם זאת היו בישראל גם סטיות מהמוגמה העולמית, בעיקר במחצית השנייה של שנת 2022 (אייר 9).

גרסיה 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 במדד הביטקון, מצביע על כך שעיקר הקשר מוסבר בשינויו במוגמה העולמית ביחס לאחזקות במטבעות יציבים. יחד עם זאת, בשלוש מהשינוי מוסבר, באופן מובהק, בתנודות בשער החליפין שקל-долר.<sup>71</sup> ההשפעה של שער החליפין של השקל היא צפוי – עלייה בשערו, שימושו וחשיבותו פיחות בשקל, מתואמת עם עלייה בערך הדולרי של סך המטבעות הייציבים שהוחזקו על ידי משתמשים ישראלים.

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

<sup>70</sup> על פי Chainalysis, ככל הנראה מדובר בהערכת חסר

<sup>71</sup> שיעור השינוי בשער החליפין שקל-долר ברגסיה הוא בו-זמני לשיעור השינוי באחזקות של מטבעות יציבים, כמובן, הוא מתייחס באותו החודש. לא סביר שהاחזקה של ישראלים במטבעות יציבים משפיעה על שער החליפין ולכן החשש מאנדוגניות הוא נזוק. מנגד, סביר להניח כי השינוי בשער החליפין אמר או להשפיע בפיגור על הרכישה של מטבעות יציבים. אולם מכיוון שהנתונים הם חדשניים, 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 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	סטיית תקן	מקדס	
0.14	-0.02	0.16	1.42	0.04	0.06	חוותך
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-долר
0.57	-0.20	0.34	0.97	0.19	0.18	שיעור השינוי במחיר הביטוקין
						Regression Statistics
					0.33	R Square
					0.29	Adjusted R Square
					0.30	Standard Error
					60	תצפיות