

שקל דיגיטלי – "חדש" ?

דלית פליישהקר*

בשנים האחרונות מתרבים הדיונים בעולם על מעבר למטבע דיגיטלי מדינתי. מטבע כזה הוא מטבע המונפק על ידי המדינה, אך כזה שהוא דיגיטלי בלבד. השינויים הטכנולוגיים מוצגים כמחייבים מעבר זה, וכסף דיגיטלי מסמל את העתיד. יצירתו של מטבע דיגיטלי מדינתי אוצרת בחובה את הפוטנציאל לשנות את מערכת היחסים המוכרת בין המדינה לשוק, בהקשר הפיננסי, ומעלה שאלות בנוגע לשיתוף הפעולה החדש שייווצר ביניהם. גם בישראל נשקלת הנפקתו של מטבע דיגיטלי מדינתי – שקל דיגיטלי חדש. מאמר זה ינתח את השקל הדיגיטלי החדש ויבחן מהן המוטיבציות להנפקתו ומהם האתגרים הצפויים. מוטיבציה מרכזית היא פיתוחו של אמצעי תשלום מדינתי חדשני שיהיה יעיל, בטוח וזול ויוכל להתחרות באמצעי התשלום הדיגיטליים הפרטיים. מוטיבציה שנייה היא יכולתו של מטבע דיגיטלי מדינתי להגביר את הנגישות הפיננסית. בה בעת, הואיל ומדובר באמצעי תשלום חדשני, מתעוררים שאלות לגבי היחס בינו לבין מזומן וכן חששות לגבי אנונימיות ופרטיות. אתגרים נוספים נוגעים לפעילות של המערכת הבנקאית וכן תפקודה של המדיניות המוניטרית עם קיומו של מטבע כזה. סקירת המוטיבציות והחששות תתבסס על הספרות האקדמית בתחום וכן על מסמכי מדיניות שנכתבו על ידי בנקים מרכזיים וגופים רגולטוריים גלובליים. לאחר מכן ייסקר המצב במדינות מובילות בעולם ביחס להנפקת מטבע דיגיטלי מדינתי, שיהווה רקע לדיון בשקל הדיגיטלי החדש המתוכנן בישראל. המאמר יתמקד בתכנון הצפוי לשקל הדיגיטלי וכן במסגרת המשפטית שלו. לסיום, ייטען כי המעבר מכסף פיזי לכסף דיגיטלי משמר את ההסתכלות על כסף כאמצעי תשלום בלבד. למעשה, התכנון הצפוי משקף תפיסת עולם של שמירה על הקיים. עולה מכך כי השינוי הטכנולוגי אינו "מנוצל" לבחינה מעמיקה של השאלה מהו כסף. הנחת מוצא חדשנית יותר יכולה לשאול מה ניתן להשיג מיצירת שקל דיגיטלי לטובת הכלכלה והחברה, באופן רחב יותר מרק אמצעי תשלום נוסף, וכיצד ניתן להשיג זאת. לצורך כך דרוש שינוי תפיסתי לגבי מהו כסף, מהי המערכת הפיננסית וכיצד הם יכולים לשמש לרווחה ולשגשוג ברי-קיימה, ולא רק לצמיחה כלכלית של חלק (קטן) מהאוכלוסייה.

* מרצה, הפקולטה למשפטים, אוניברסיטת תל אביב.
המאמר נכתב בתקופת כחוקרת במרכז חת לחקר התחרות והרגולציה ובתמיכתו הנדיבה. תודות לד"ר איריס סורוקר ולד"ר תמיר שאנן על הערותיהם המועילות במהלך כתיבת המאמר. תודה למשתתפי הכנס השנתי של האגודה הישראלית למדע המדינה, "פוליטיקה ודמוקרטיה בעידן של תמורות גורליות"; וכן לד"ר שרון ידן ולמשתתפי יום העיון שנערך במרכז חת לקראת פרסום הספר.

א. מבוא. ב. מטבע דיגיטלי מדינתי. 1. כסף מדינתי; 2. כסף כמעט-מדינתי; 3. מטבע מדינתי דיגיטלי. **ג. הצדקות להנפקת מטבע דיגיטלי מדינתי.** 1. אמצעי תשלום חדיש שיתחרה באמצעי התשלום הפרטיים; 2. הגברת הנגישות הפיננסית. **ד. אתגרים ודרכים מוצעות להתמודדות.** 1. הקשר למזומן; 2. אנונימיות ופרטיות; 3. השפעות אפשריות על המערכת הבנקאית; 4. השפעות אפשריות על המדיניות המוניטרית. **ה. מטבע מדינתי דיגיטלי בעולם.** 1. מבט השוואתי – מטבע מדינתי דיגיטלי במדינות מובילות; 2. מטבע דיגיטלי – היבטים חוצי גבולות. **ו. ישראל – השקל הדיגיטלי.** 1. המודל המוצע בישראל; 2. המסגרת המשפטית לשקל הדיגיטלי בישראל. **ז. סיכום: השקל הדיגיטלי – "כסף", ולא רק אמצעי תשלום.**

א. מבוא

בשנים האחרונות מתרבים הדיונים בעולם על מעבר למטבע דיגיטלי מדינתי. מטבע דיגיטלי מדינתי (או מטבע של בנק מרכזי – Central Bank Digital Currency) הוא מטבע המונפק על ידי המדינה, בדומה לכסף מזומן כיום, אך כזה שהוא דיגיטלי בלבד, וללא סממנים פיזיים. מעבר מכסף פיזי אל כסף דיגיטלי מוצג אומנם כמהלך מתבקש, נוכח השינויים הטכנולוגיים, אך גם ככזה העשוי להביא עימו שינויים מרחיקי לכת לגבי הבנק המרכזי, הבנקים המסחריים והקשר שלהם עימו. הסיבה לכך ברורה: כסף פיזי (שטרות ומטבעות) הוא הכסף הקיים, ועליו בנויה המערכת הנוכחית. במובן זה, כסף דיגיטלי מסמל את העתיד, ושינוי התשתית המאפשרת שימוש בכסף נדמה כהכרחי.

לו נשאל אדם מהרחוב מהו כסף, התשובה הסבירה שתיתן היא הוצאתו של שטר או מטבע כדי להדגים את ה"כסף". ואכן, שטרות ומטבעות הם כסף פיזי שנוצר על ידי המדינה. אולם, מרביתו של הכסף הקיים במערכת הפיננסית, מזה כמה עשורים, אינו כסף פיזי כזה, אלא כסף דיגיטלי, בנקאי, המכונה גם כסף "כמעט-מדינתי".

הבחנה זו בין כסף פיזי מדינתי לבין כסף דיגיטלי "כמעט" מדינתי (המיוצר על ידי המערכת הפיננסית – השוק) מוכרת כבסיס לתפקודה של הכלכלה הקיימת. הבחנה זו עומדת כיום בפני בחינה מחדש, נוכח הצפי ליצירתו של "מטבע דיגיטלי של בנק מרכזי". מטבע כזה אמור לשלב תכונות של כסף מדינתי – היותו מיוצר על ידי המדינה, עם תכונות של כסף "שוקי" – היותו דיגיטלי. יצירתו של מטבע דיגיטלי מדינתי אוצרת בחובה את הפוטנציאל לשנות את מערכת היחסים המוכרת בין המדינה לשוק, בהקשר הפיננסי, ומעלה שאלות בנוגע לשיתוף הפעולה החדש שיייווצר ביניהם. בהתאם להתפתחויות אלו בעולם, גם בישראל נשקלת הנפקתו של מטבע דיגיטלי מדינתי – שקל דיגיטלי חדש. מאמר זה ינתח את השקל הדיגיטלי החדש ויבחן מהם האתגרים הצפויים לקראת הנפקתו.

עיקרו של המאמר יכלול סקירה של המצב כיום בנוגע למטבע דיגיטלי מדינתי, לרבות היתרונות והחסרונות המרכזיים שהוא צפוי להציג. לאחר מכן יוצגו המצב הנוכחי בעולם וכן המודל המתוכנן בישראל לגבי מטבע דיגיטלי מדינתי. בסוף המאמר תוצע התבוננות ביקורתית קצרה על מצב זה, ובמסגרתה תיבחן השאלה האם ניתן לשפר את המערכת הפיננסית הקיימת

באמצעות הנפקתו של שקל דיגיטלי, ואם כן – האם הדבר מתוכנן להתבצע. ייטען כי ניתן היה לראות את יצירת השקל הדיגיטלי ככזו המובילה לשינוי, אך בפועל הוא נתפס כיצירה טכנית של כלי חדש בלבד – קרי, במקום נייר לשטר או מתכת למטבע. זאת במקום לראותו כיצירה פוטנציאלית של סוג כסף חדש, שיכולה להוביל לשינוי משמעותי בכלכלה.

הפרק השני יפרוס את הרקע הדרוש לדיון בשקל הדיגיטלי ובחידוש שהוא מביא עימו, שכן הוא יסביר בקצרה על מה מבוססת המערכת הפיננסית כיום. יינתן הסבר תמציתי לגבי מהו כסף מדינתי, כסף כמעט-מדינתי וכן מטבע דיגיטלי מדינתי. בפרק השלישי אבחן את המאפיינים המוצעים לגבי מטבע מדינתי דיגיטלי ואת המוטיבציות להנפקתו. הפרק הרביעי יעסוק בחסרונות אפשריים של הנפקתו. בשני פרקים אלו אתייחס הן לספרות האקדמית בתחום והן למסמכי מדיניות שנכתבו על ידי בנקים מרכזיים וגופים רגולטוריים גלובליים. שילוב זה יאפשר מבט כולל לגבי היישום הפרקטי המתוכנן של המטבע הדיגיטלי המדינתי יחד עם המסקנות שעלו בספרות. הפרק החמישי יתאר את המצב העדכני לגבי מטבע דיגיטלי מדינתי בכמה מדינות מובילות וכן יתייחס להיבטים חוצי גבולות בנוגע להנפקתו. הפרק השישי יתמקד בישראל ויתאר את הצעדים שננקטו עד כה על ידי בנק ישראל ואת התכנון העתידי לגבי השקל הדיגיטלי, לרבות בחינת המסגרת המשפטית שלו. הפרק האחרון ינתח את האמור בפרקים הקודמים במבט ביקורתי ויסכם.

יצוין כי בעוד לצד הפופולריות הגדלה של הדיון במטבע דיגיטלי מדינתי גדלה גם הכתיבה בתחום, הרי שהיא עדיין בראשיתה. לא כל שכן כתיבה המתייחסת לשקל הדיגיטלי, כפי שמבקש לעשות מאמר זה, שהוא למיטב ידיעתנו הראשון בתחומו.

ב. מטבע דיגיטלי מדינתי

על מנת להבין מהו מטבע דיגיטלי מדינתי ומה החידוש שבו יש להבין ראשית מהו הכסף שעליו בנויה המערכת הפיננסית כיום. כמות הכסף הקיימת בכלכלה מורכבת משני מרכיבים מרכזיים – הכסף המדינתי וכסף כמעט-מדינתי. נפרט להלן על שני סוגים אלו, ולאחר מכן נתאר מהו מטבע דיגיטלי מדינתי.

1. כסף מדינתי

התפקיד המרכזי של "כסף", כפי שנקבע בספרות הכלכלית, הוא לשמש כאמצעי חליפין ובכך להקל על הסחר.¹ בזכות קיומו של כסף מתייחר הצורך להסכים על זהות שתי הסחורות בעסקת חליפין וכן על כמותן בכל עסקה ועסקה, אלא ניתן לשלם עבור כל סחורה או שירותים ישירות באמצעות הכסף (ולא באמצעות סחורה אחרת, כפי שנדרש בעסקת ברטר). כך, בעולם עם כסף

1 להרחבה על אודות הגדרתו ותפקידיו של הכסף, ראו דלית פליישהקר "רגולציה פיננסית ומוניטרית בישראל" **עיוני משפט** 611 (2022) וההפניות שם, <https://www.taulawreview.sites.tau.ac.il/mh2/dalit>

יתקיימו הרבה יותר עסקאות מאשר בעולם בלי כסף, מאחר שלא נדרשת החלפה מדויקת של סחורה אחת בסחורה אחרת – דבר שהוא קשה ליישום בשל הצורך במפגש רצונות כפול. במובן זה כסף הוא מנגנון המאפשר תיאום המוסכם על אוכלוסייה מסוימת. שני תפקידים נוספים של כסף הם שומר ערך – קרי מכשיר שניתן להשתמש בו לשמירת הון שנצבר, ומודד ערך – המנגנון שקובע את מחירן של כל הסחורות בשוק.

מתיאור זה יכולה לנבוע המסקנה כי הכסף הוא, או אמור להיות, אמצעי "שוקי". תפקידו הוא לאפשר את קיומן של יותר עסקאות, באמצעות ההקלה על ביצוען, ובכך להגדיל את השוק. במובן זה, כסף הוא סוג מיוחד של סחורה – כזו המתקבלת על ידי כולם וניתנת להמרה לכל סחורה אחרת. ניתן לראות בקלות את הזיהוי של כסף עם סחורה כאשר מסתכלים למשל על השימוש במתכות יקרות ככסף. לאותן מתכות ישנן תכונות מסוימות המבדילות אותן מסחורות אחרות (נדירות, עמידות וניידות), ולכן קל יותר להשתמש בהן ככסף. אך באותה מידה, כל סחורה האוחזת בתכונות דומות תוכל לשמש ככסף – דוגמאות המובאות בהקשר זה הן סיגריות בבתי סוהר או צדפים בתרבויות מסוימות.

כדי שיוכל סוג מסוים של כסף לשמש כאמצעי תשלום מוצלח נדרש שיתקיימו בו כמה מאפיינים: א. אמון כי אמצעי התשלום שהסוחר מקבל כעת יוכל לשמש לתשלום על ידו גם בעתיד. כלומר, שאחרים יסכימו לקבלו גם הם בתמורה למתן שירותים או מכירת סחורות. ב. שמירה על ערכו של אמצעי התשלום לאורך זמן, כך שערכה של הסחורה שנמכרה עברו היום יהיה דומה לערכה של סחורה שתתקבל בתמורה לו גם בעתיד הקרוב. ג. הגנה מפני זיופים או הצפת השוק באמצעי תשלום זהה, שיורידו את ערכו ויפגע ביכולת להשתמש בו. ד. היכולת של אמצעי התשלום להישמר לאורך זמן מבלי להתקלקל ומבלי לדרוש מקום אחסון גדול מדי או יקר מדי. ה. היכולת להשתמש בו לעסקאות בגדלים שונים.

מאחר שאמצעי תשלום נדרש לצורך קיום שוק בצורה מיטבית, יש שהיו מצפים כי הוא ייוצר אף הוא בשוק, כמו כל הסחורות האחרות, וכי השוק הוא שיקבע את ערכו של הכסף. אולם, כיום מיוצר בסיס הכסף על ידי המדינה. השוק, באמצעות המערכת הפיננסית, משלים אותו ביצירת כסף "כמעט" מדינתי, כפי שיפורט בהמשך.

כחלק מריבונותה, למדינה יש יכולת לקבוע את הכסף המדינתי. כאשר הכסף הוא מדינתי, המדינה יכולה להשפיע עליו מבחינת כמות ומחיר באמצעות יישום מדיניות מוניטרית, ובכך להשפיע על הפעילות הכלכלית במדינה. המדינה היא שמקנה את האמון המאפשר לכל האזרחים לקבל את הכסף כאמצעי חליפין בתמורה לסחורות. לצורך הסדרת השימוש בכסף המדינה קובעת את הכסף המדינתי כהילך חוקי. משמעות הדבר היא כי כל נושה חייב לקבל את הכסף המדינתי בתמורה לפירעון כל חוב. מעבר לכך אין לכסף כיום שווי פנימי או עצמאי, וערכו כשלעצמו הוא כשל פיסת נייר בלבד (ומכונה "fiat money"). בנוסף, האמון בכסף נשמר משום שהמדינה מקבלת את הכסף כתשלום מיסים ובכך יוצרת שימוש תמידי לכסף.²

L. RANDALL WRAY, MODERN MONEY THEORY: A PRIMER ON MACROECONOMICS FOR SOVEREIGN MONETARY SYSTEMS (2012)

בישראל, חוק מטבע השקל החדש קובע כי "המטבע של ישראל יהיה שקל חדש".³ חוק בנק ישראל קובע כי מטבע שהוציא בנק ישראל יהיה הילך חוקי בישראל, על פי הסכום הנקוב בו.⁴ חוק בנק ישראל מוסיף וקובע כי בנק ישראל הוא שרשאי להוציא (ולחזור ולהוציא) מטבע, וכי ערכו הנקוב של המטבע או של השטר ייקבע בידי נגיד בנק ישראל.⁵ לכן בישראל נושה אינו יכול לסרב לקבל מהחייב שקל חדש – בשטר או במטבע ולפי הערך הנקוב בו כפי שהונפק בידי בנק ישראל – לשם פירעון כל חוב.⁶ זהו אפוא הכסף המדינתי, המיוצר על ידי הבנק המרכזי – בשטרות או מטבעות.

2. כסף כמעט-מדינתי

ייצור הכסף בכלכלה מתבצע באמצעות שיתוף פעולה בין הבנק המרכזי למערכת הבנקאות. הבנק המרכזי מחליט כמה כסף מדינתי יש להנפיק, ועל בסיס זאת נוצר עוד כסף כמעט-מדינתי.

כאמור, כיום הכסף נוצר על ידי המדינה באמצעות הבנק המרכזי. כסף הוא למעשה שטר חוב (IOU) של הבנק המרכזי,⁷ והוא מופיע כהתחייבות במאזן שלו. לאחר שהבנק המרכזי מנפיק כסף, כסף זה (בחלקו) מוצא את דרכו אל פיקדונות פרטיים במערכת הבנקאית. פיקדונות בנקאיים נחשבים אף הם לדומים בתכונותיהם ל"כסף", מאחר שהם ניתנים להמרה לכסף מזומן בקלות רבה, במהירות ולפי דרישה.

במאזן של בנק טיפוסי פיקדונות הם התחייבויות, היות שהם אמורים לשוב למפקיד בצירוף ריבית מהבנק. לעומתם, הנכס המרכזי במאזן של בנק הוא ההלוואות שהוא מעניק, אשר מניבות לו ריבית.⁸ מבחינה עסקית, לבנק כדאי לקחת את כל הפיקדונות המצויים בידי

3 ס' 1(א) לחוק מטבע השקל החדש, התשמ"ה-1985.

4 ס' 41(ב) לחוק בנק ישראל, התש"ע-2010.

5 באישור המועצה המוניטרית והממשלה. ס' 41(א) ו-42 לחוק בנק ישראל. ניתן גם לבטל סוגי מטבעות או שטרות כהילך חוקי, ראו למשל צו בנק ישראל (ביטול מעות), התשס"ח-2008, הקובע בס' 1 כי המעה בערך של חמש אגורות תחדל להיות הילך חוקי בישראל החל מיום 1 בינואר 2008.

6 ראו ס' 489 לחוק העונשין, התשל"ז-1977, הקובע מאסר של שלושה חודשים למי שמסרב לקבל מטבע או שטר שהם הילך חוקי בערכם הנקוב.

7 קל להמחיש זאת באמצעות מזומן (אם כי האמור נכון גם לגבי כסף שאינו פיזי-מוחשי). אם יובא שטר של \$100 לבנק המרכזי, כל שמחזיקו יוכל לקבל בתמורה הוא שטר אחר של \$100 (או שניים של \$50 וכן הלאה). הסיבה שאנשים בכל זאת מוכנים לקבל שטר חוב של הבנק המרכזי (יותר מאשר שטר חוב של אדם פרטי, למשל) היא מאחר שהוא אמצעי התשלום החוקי במדינה, כמתואר אצל WRAY, לעיל ה"ש 2, בעמ' 346. זאת ועוד, הנפקתו של שטר חוב זה בידי המדינה מבטיחה כי המדינה תמיד תקבלו בחזרה כאמצעי לתשלום מיסים (בהתאם לאמרה הידועה "הטלת מיסים היא אחד משני הדברים הבטוחים בחיים"). להרחבה, ראו WRAY, שם, בעמ' 39-58.

8 בתיאור פשטני ביותר, טור ההתחייבויות במאזן הבנק יכלול בעיקר פיקדונות, וטור הנכסים יכלול בעיקר הלוואות. נכסים אפשריים נוספים לבנק הם מזומנים, רזרבות בבנק המרכזי או פיקדונות בבנקים אחרים, בטוחות ונכסים פיזיים. ראו – FREDERIC MISHKIN, ECONOMICS OF MONEY 226 (2021).

ולשתמש בהם כדי להלוות כסף ללקוחותיו. כך הבנק יכול ליצור יותר נכסים ולהרוויח מהריבית עליהם, שהרי כסף הנשאר בידי הבנק ואינו מועבר ללווים אינו מניב ריבית. פעילות המערכת הבנקאית בדרך זו מכונה שיטת הרזרבה החלקית.⁹ השיטה מנסה לאזן בין רצונו של הבנק להלוות את כל הפיקדונות – קרי לפעול ללא רזרבה (או ברזרבה נמוכה ככל האפשר) – לבין הצורך הרגולטורי להותיר בידיו כסף הדרוש להיענות למפקידים, כאשר חלקם יבקשו בחזרה את הפיקדונות שלהם.

היתרון המרכזי המיוחס לשיטת הרזרבה החלקית הוא יכולתם של הבנקים להגדיל את כמות הכסף המצוי במשק וליצור כסף נוסף על זה שנוצר בידי הבנק המרכזי. לפי שיטה זו, כאשר אדם מפקיד 100 ש"ח בבנק, הבנק מחויב להשאיר אחוז מסוים ממנו בידיו כרזרבה, והוא יכול להלוות את היתרה. כך למשל, ביחס רזרבה של 10% הבנק יוכל להלוות 90 ש"ח מסך הפיקדון שקיבל והוא ייאלץ להותיר 10 ש"ח כרזרבה. אותם 90 ש"ח שהבנק מלווה לאחרים יופקדו בבנק אחר, שגם הוא ייאלץ להשאיר 9 ש"ח מתוכם בידיו ויוכל להלוות 81 ש"ח, וכך הלאה. באופן זה מוכפלת כמות הכסף שבמערכת הכללית פי עשרה (בהתאם ליחס רזרבה של 10%), כך שמאותם 100 ש"ח ראשוניים שהופקדו נוצרו 1,000 ש"ח במערכת הבנקאית.¹⁰ לפיכך, בפעילות בנקאית בשיטת הרזרבה החלקית **הבנקים יוצרים כסף**, שכמותו נקבעת באמצעות מכפיל הכסף.¹¹ כסף זה מכונה לעיתים כסף כמעט-מדינתי.

מן האמור עולה כי במערכת הפיננסית ישנם שני סוגי כסף הנוצרים בשיתוף פעולה של המדינה והשוק:¹² הבנק המרכזי יוצר את הכסף המדינתי באמצעות הנפקת כסף מזומן (או הגדלת הרזרבות של הבנקים, שהדיון בה חורג מגדרי מאמר זה). הבנקים בתורם משתמשים בכסף שנוצר בידי הבנק המרכזי כדי ליצור עוד כסף באמצעות מתן הלוואות נוספות. על

9 אין צורך להרחיב על אודות שורשיה של שיטת הרזרבה החלקית ועל המעבר – אם התרחש – בין ראיית הבנקים כשומרים ומתווכים בלבד לבין ראייתם כיוצרי כסף. להרחבה, ראו פול קרוגמן **כלכלה בימי משבר: איך יוצאים מזה?** 165–170 (2009). חשוב להדגיש, כי בנקים (ולו רק בשיטה המודרנית הקיימת כיום) אינם רק מתווכים המעבירים סכום נתון מיד ליד, אלא הם גם מגדילים את כמות הכסף הקיים במערכת.

10 לטבלת החישוב, ראו MISHKIN, לעיל ה"ש 8, בעמ' 357. ההסבר מיועד בעיקר להבנה תאורטית. יצירת הכסף מבוצעת בפועל באמצעות הליך המכונה "Maturity Transformation", שהוא לב ליבה של הפעילות הבנקאית. מדובר בהליך הכולל קבלת פיקדונות מהציבור, הניתנים לפירעון בכל עת (או בתוך תקופה קצרה ביותר) לפי דרישת הלקוח, ו**בערך קבוע** (בדוגמה שלעיל – 100 ש"ח שהופקדו), ובה בעת מתן הלוואות בידי הבנק לטווח ארוך בהסתמך על פיקדונות אלו (90 ש"ח של הלוואות). בפשטות, **הבנק לווה כסף לתקופה קצרה ממפקידיו ומלווה אותו לתקופות ארוכות** (או לפחות ארוכות יותר). אז יכול הבנק להרוויח מפערי הריבית, שכן הריבית לטווח הקצר שהוא משלם למפקידיו היא **נמוכה** יותר מהריבית שהוא מקבל מלוויו על ההלוואות לטווח ארוך שהוא מעניק. מצב זה אפשרי רק בפעולה ברזרבה חלקית, שכן אילו נדרש הבנק לעבוד ביחס של 1:1, היה עליו להלוות תמיד לאותה תקופה בדיוק שבה הוא לווה בעצמו ואת אותם הסכומים. האפשרות לפעול ברזרבה חלקית היא שמאפשרת לבנק שלא להחזיק בידיו בכל עת את הכסף שלו (או להיות בעל זכות משפטית להשיבו מיידית), אלא ליצור בנוגע למרביתו הלוואות לפרקי זמן ארוכים יותר.

12 Robert C. Hockett & Saule T. Omarova, *The Finance Franchise*, 102 CORNELL L. REV. 1143 (2016).

הבנקים מוטלות כמה מגבלות על יכולת יצירת הכסף, ובעיקר מגבלות שמטיל הבנק המרכזי באמצעות רגולציה פיננסית ומדיניות מוניטרית, אך מלבדן שיקול הדעת הבלעדי הוא של הבנקים.

כך גם בישראל. בנק ישראל מנפיק את הכסף המדינתי כמזומן (באמצעות שטרות ומטבעות) מכוח חוק בנק ישראל. השטרות והמעות הם התחייבות של בנק ישראל למחזיקים בהם והם מופיעים כהתחייבות במאזן בנק ישראל.¹³ הבנקים המסחריים מגדילים את כמות הכסף כאשר על בסיסו של הכסף המדינתי הם יוצרים כסף נוסף, תוך שימוש בפקדונות למתן הלוואות.¹⁴ הבנקים המסחריים מחליטים – תוך שימוש במומחיותם – כמה הלוואות נוספות כדאי לתת (קרי כמה הלוואות נוספות יכולות להיות רווחיות עבור הבנק). צירוף כלל ההלוואות שניתנו משקף את כמות הכסף הדרושה לכלכלה, שנקבעת בפועל בשיתוף הפעולה האמור. ההנחה היא כי למדינה יש אינטרס לשמר בידיה את הכוח לקבוע מה הרף המקסימלי של כסף שיווצר בכלכלה (וכן לשמר שליטה על שינויו מעת לעת), אך אין לה את היכולת לקבוע כמה בדיוק כסף דרוש לכלכלה. היכולת לדעת לכמה כסף זקוקה הכלכלה בכל רגע נתון מצויה בידיהם של הבנקים, שמקבלים בקשות להלוואות מהלווים השונים ויכולים להחליט למי לתת ולמי לא. ההחלטה האם לתת הלוואה מתבססת על הערכת היכולת להחזירה בתוספת ריבית, קרי היכולת להשתמש בהלוואה לצרכים פרודוקטיביים.

3. מטבע מדינתי דיגיטלי

ההגדרה לכסף מדינתי דיגיטלי היא: "אמצעי תשלום דיגיטלי, הנקוב ביחידת הערך המדינתית, ומהווה התחייבות ישירה של הבנק המרכזי".¹⁵ אמצעי תשלום זה יהיה נגיש לכלל הציבור.¹⁶ ההתייחסות אליו היא כהמשך של אמצעי התשלום הקיימים כיום, ואשר בעצמם התפתחו עם

13 מאזן הבנק לשנת 2021 עמדה התחייבות זו על כ-113 מיליארד ש"ח. התחייבות זו היא בעצם התחייבות להחליף שטר אחד בשטר זהה ותו לא.

14 ראו עתירה שהוגשה נגד השיטה המוניטרית היוצרת כסף "יש מאין" ושנדחתה ללא דיון מעמיק לגופה: בג"ץ 3697/20 הילמן נ' נגיד בנק ישראל (נבו 29.6.2020). לתיאור, ראו גם יובל רבינוביץ' "ייצור כסף בכלכלה מודרנית" **איגוד הבנקים** (7.2.2018) <https://did.li/hewgT>.

15 בעוד ייתכנו הגדרות אחרות, הגדרה זו היא מקובלת יחסית ומכילה את האלמנטים המרכזיים של מטבע דיגיטלי מדינתי – היותו התחייבות של הבנק המרכזי וכן השימוש בו בצורה דיגיטלית.

להגדרה ראו Ulrich Bindseil, *Tiered CBDC and the Financial System*, ECB 4 (working paper series 2020) <https://did.li/KRBZH>; Alexandre Tombini, *The Future of Money: A Possible Role for Central Bank Digital Currencies and Their Implications*, BIS 6 (2023) <https://www.boi.org.il/> וכן באתר **בנק ישראל** <https://www.bis.org/speeches/sp231109.htm>;

16 יש לשים לב לשוני בין הגדרת מטבע דיגיטלי מדינתי כאמור לבין הגדרה רחבה יותר של eMoney, הכוללת אמצעי תשלום שמהווה גם שומר ערך ואשר מגובה במלואו על ידי כסף מדינתי. הגדרה כזו כוללת גם אמצעי תשלום שאינם התחייבות ישירה של הבנק המרכזי, אלא למשל stablecoins. להגדרה כזו ראו Tobias Adrian, *Stablecoins, Central Bank Digital Currencies, and Cross – Border Payments: A New Look at the International Monetary System*, INTERNATIONAL MONETARY FUND (2019) <https://www.imf.org/en/News/Articles/2019/05/13/sp051419-stablecoins-central-bank-digital-currencies-and-cross-border-payments>.

השנים – למשל ממטבעות לשטרי נייר.¹⁷ ככל שהטכנולוגיה מאפשרת להוסיף אמצעי תשלום חדש, ניתן להשתמש בו, אך הוא אינו משנה את מהותו של הכסף המדינתי. לכן, המטבע הדיגיטלי המדינתי יתווסף לשני סוגי הכסף שמתוארים לעיל כך שיהיו שלושה: כסף מדינתי (הכוונה בהקשר זה היא בעיקר לכסף הפיזי, מזומן), כסף מדינתי דיגיטלי ופיקדונות בנקאיים (המהווים כסף כמעט-מדינתי).

בשנת 2021 נערך סקר בין בנקים מרכזיים על ידי הבנק להסדרי סליקה בין-לאומיים (ה-BIS) – ארגון פיננסי בין-לאומי שבו חברים נציגי בנקים מרכזיים ממדינות רבות – וממנו עלה כי 60% מהם צופים כי סביר שמטבע דיגיטלי מדינתי יונפק בטווח הזמן הבינוני (1–6 שנים).¹⁸ בשנת 2022 העלה סקר דומה כי 93% מבין 86 הבנקים המרכזיים שהשיבו מעורבים ברמה כזו או אחרת בנושא המטבע הדיגיטלי.¹⁹ בחינה שנערכה במרץ 2024 העלתה כי כ-23 בנקים מרכזיים מבצעים ניסוי פיילוט להנפקת מטבע מדינתי דיגיטלי.²⁰ תוצאות אלו מעידות על הרצינות שבנקים מרכזיים מייחסים לנושא הנפקת המטבע הדיגיטלי המדינתי ועל הצפי הנוכחי כי הוא אכן יתרחש, בקרוב.

מקובל לחלק את אופן יצירת המטבע הדיגיטלי המדינתי לשתי קטגוריות אפשריות עיקריות: מטבע סיטוני (wholesale), אשר יונפק על ידי הבנק המרכזי אך ורק לשימוש של מוסדות ספציפיים במערכת הפיננסית; ומטבע קמעוני, לשימוש כללי (retail/ general purpose) – אשר כלל הציבור יוכל להשתמש בו, בדומה לשימוש במטבע המדינתי כיום (קרי, במזומן). חלק מרכזי של הדיון של בנקים מרכזיים²¹ וכן בספרות מתמקד בסוג השני, ובו יעסוק גם מאמר זה.²² יצוין רק כי הנפקת מטבע מדינתי דיגיטלי סיטוני, אם זו הדרך שתיבחר בסופו של

17 כך נטען במאמר בנוגע למטבע דיגיטלי מדינתי, Raphael Auer et al., *Central Bank Digital Currencies: Motives, Economic Implications, and the Research Frontier*, 14 ANNU. REV. ECON. 697, 700 (2022): CBDCs can be regarded as a digital extension of existing forms of central bank money.

18 Codruta Boar & Andreas Wehrli, *Ready, Steady, Go? Results of the Third Bis Survey on Central Bank Digital Currency*, BIS Papers 114 (2021) <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap114.htm>.

19 Anneke Kosse & Ilaria Mattei, *Making Headway – Results of the 2022 Bis Survey on Central Bank Digital Currencies and Crypto*, BIS (2023).

20 Raphael Auer, Giulio, *ראו למקור המתעדכן מדי תקופה (נבדק לאחרונה בחודש אוקטובר 2024) ראו* Cornelli & Jon Frost, *Rise of the Central Bank Digital Currencies: Drivers, Approaches and Technologies*, BIS <https://www.bis.org/publ/work880.htm>.

21 ברוח שהוגש על ידי ה-BIS ל-G20 צוין כי עד כה אף בנק מרכזי לא הציג תוכנית להנפקת מטבע דיגיטלי סיטוני. ראו REPORT SUBMITTED TO THE G20 FINANCE MINISTERS AND CENTRAL BANK <https://www.bis.org/publ/othp73.htm>. GOVERNORS, LESSONS LEARNT ON CBDCs 11 (2023).

22 אם כי שני המודלים אינם סותרים בהכרח זה את זה, ראו BIS, ANNUAL REPORT 2022–2023, 30–32 (2023). עוד ראו בעמ' 102–103 לסיכום קצר של הפרויקטים ש-BIS מקדם למחקר של מטבע דיגיטלי מדינתי.

יום, אינה צפויה לשנות מהותית את השיטה הקיימת כיום, שכן הוא יפעל בדומה לרזרבות בנקאיות, וממילא לא תהיה לו השפעה על הציבור.²³

האפשרות השנייה, של הנפקת מטבע דיגיטלי קמעוני, יכולה להיערך באחת משתי דרכים – באמצעות חשבון הדומה לחשבון עו"ש, או באמצעות token שעליו ייטען המטבע הדיגיטלי כפי ערכו. הדרך השנייה מאפשרת יותר אנונימיות, שכן אין צורך בהכרח בזיהוי הבעלים של ה-token. הדרך הראשונה מעוררת שאלה נוספת. האם כל משק בית או חברה המעוניינים להחזיק מטבע דיגיטלי יפתחו חשבון ישירות בבנק המרכזי, או שהבנק המסחרי/הגוף הפיננסי הוא אשר יפתח את החשבונות עבור הלקוחות. אם יהיה גוף פיננסי שיתווך בין הבנק המרכזי לבעל הכסף, המצב יהיה דומה יחסית למצב כיום, שבו אין חשבונות ישירים ללקוחות בבנק המרכזי. זהו המודל ההיברידי, או הדר-נדבכי (two-tier).²⁴

הגישה המקובלת כיום בבנקים מרכזיים תומכת במודל דר-נדבכי, שכן הבנק המרכזי אינו מתמחה במתן שירות ישיר ללקוחות, ולצורך כך דרוש גוף פיננסי שיתווך. כמו כן, יצירת חשבונות נפרדים למטבע דיגיטלי בבנק המרכזי תכפיל את מספר החשבונות הקיימים כיום ותוסיף עבודה לשירות הציבורי (באופן שאינו נדרש ואף אינו יעיל לעומת המערכת הפרטית). כן נטען כי גישה המערבת את השוק הפרטי תוביל ליותר חדשנות פיננסית ולקישוריות טובה יותר עם אמצעי התשלום האחרים. ולבסוף, נטען כי המודל ההיברידי יאפשר פעילות טובה יותר נגד הלבנת כספים אסורה ובכלל נגד פעולות בלתי חוקיות, שכן הוא אינו אנונימי לגמרי.

ג. הצדקות להנפקת מטבע דיגיטלי מדינתי

1. אמצעי תשלום חדיש שיתחרה באמצעי התשלום הפרטיים

המוטיבציה המרכזית ביצירת מטבע מדינתי דיגיטלי היא הרצון לאפשר לציבור להשתמש באמצעי תשלום חדיש, נוח ויעיל המותאם לצרכים המשתנים של הכלכלה. היותו של המטבע דיגיטלי פותח פתח לאפשרויות תשלום שלא יכולות להתקיים בתשלום במזומן. ההנחה היא כי הוספת אמצעי תשלום מדינתי מודרני תרחיב את מגוון אמצעי התשלום העומדים לרשות הציבור ובכך תגביר את הרווחה המצרפית. כאן יש לחדד את ההבדל בין "כסף" לבין "אמצעי תשלום". אחד מתפקידיו של הכסף הוא לשמש כאמצעי תשלום. כאמור לעיל, כסף מדינתי ניתן כיום לשימוש אך ורק באמצעות אמצעי תשלום פיזי – מזומן. המעוניין לעשות שימוש

23 לגישה תאורטית אחרת, המתארת מצב עתידי הכולל שימוש גם במטבע מדינתי סיטוני באופן שמשנה את המערכת המוניטרית, ראו BIS, ANNUAL ECONOMIC REPORT 2022–2023, שם, בפרק (The Future Monetary System) III.

24 מודל קרוב הוא זה המכונה Synthetic CBDC, שבו יש שיתוף פעולה בין הסקטור הפרטי לציבורי. הבנק המרכזי אחראי לשמירת היתרות של המטבע המדינתי ולפיקוח על הגופים שמנפיקים אמצעי תשלום כנגד המטבע המדינתי, ואילו הגופים הפרטיים בוחרים את הבחירות הטכנולוגיות, הצרכניות והמשפטיות בנוגע לאופן שיש בו להנפיק וכיצד להשתמש באותו אמצעי תשלום ומנהלים אותו מול הלקוחות. ראו Adrian, לעיל ה"ש 16.

באמצעי תשלום דיגיטלי יידרש לשימוש בכסף כמעט-מדינתי (או אחר). אמצעי תשלום מוכר כזה הוא כרטיס אשראי – ניתן לשלם באמצעותו באופן דיגיטלי, אך התשלום מתבצע באמצעות כסף כמעט-מדינתי (קרי, כסף המופקד בחשבון הבנק). החשש הוא כי הכסף המדינתי ילך וייאבד מכוחו כאמצעי תשלום בשל ההתפתחות הטכנולוגית.

זאת בפרט במדינות שבהן השימוש במזומן הולך ומצטמצם בפועל, או במדינות המעוניינות לצמצם את השימוש בו, בעיקר מסיבות של שימוש למטרות בלתי חוקיות (כגון העלמת מס, הלבנת הון ומימון טרור). עם ההתקדמות הטכנולוגית, מזומן הולך והופך לאמצעי תשלום פחות נוח לשימוש, וניכרת ירידה בשימוש בו במדינות שונות, זאת נוכח הגברת השימוש באמצעים דיגיטליים בשל נוחות השימוש בהם (כגון כרטיסי אשראי, ארנקי תשלום דיגיטליים ואפליקציות שונות) וכן נוכח הגדלת הרכישות אונליין, בהן לא ניתן להשתמש במזומן. גם אם הירידה בשימוש במזומן תיחשב כמועילה בפני עצמה, היא תוביל למצב בו לציבור אין אמצעי תשלום ישיר בכסף המדינתי. כאמור, כרטיסי אשראי מהווים אמצעי תשלום, אך הם אמצעי תשלום בכסף "כמעט-מדינתי". רק מזומן הוא כסף מדינתי של ממש, ומצב שבו הוא אינו קיים מפחית את יכולתו של הבנק המרכזי לשלוט על הכלכלה באמצעות מדיניות מוניטרית, וכן עלול להפחית את האמון של הציבור בכסף המדינתי ולהתנות את השימוש בו במתווכים הפיננסיים. לפיכך, היתרון המרכזי המיוחס לכסף מדינתי דיגיטלי הוא יכולתו להוסיף אמצעי תשלום חדש, אשר במקרים מסוימים יוכל גם להחליף את הכסף המזומן.

בנוסף, שחיקה זו של כסף מזומן יכולה להוביל למעבר לשימוש מסיבי באמצעי תשלום פרטיים, כגון מטבעות קריפטו, מעבר שמתרחש מסיבות נוספות. קריפטו הוא סוג של נכס דיגיטלי אשר יכול להיות מונפק ללא גוף מנהל מרכזי (כגון הביטקוין), אך גם על ידי חברות גדולות (כגון פייסבוק או פייפאל). החשש מהתבססות השימוש במטבעות קריפטו כאמצעי תשלום מרכזי, על חשבון השימוש בכסף המדינתי, יכול להוביל להנפקת מטבע דיגיטלי מדינתי שיתחרה במטבעות הקריפטו, ובכך ימנע מהם מלהפוך לאמצעי התשלום המרכזי בכלכלה.

חשש זה של התרחבות השימוש בקריפטו נובע מהקשר שבין הכסף המדינתי לבין מדיניות מוניטרית שיישומה תלוי בהנפקת הכסף המדינתי ובמערכת הבנקאית. יכולתה של המדיניות המוניטרית להשפיע על הכלכלה תלויה בכך שיש שימוש מספק בכסף המדינתי. מצב בו מרבית הכלכלה משתמשת באמצעי תשלום שאינו הכסף המדינתי (למשל, ביטקוין) מקשה על הבנק המרכזי להשתמש בהנפקת כסף מדינתי כדי להשפיע עליה. חשש זה מהתבססות מעמדם של מטבעות קריפטו וההשפעה השלילית שיכולה להיות להם על יכולתה של המדיניות המוניטרית מוביל בנקים מרכזיים רבים לשקול הנפקת מטבע מדינתי דיגיטלי. ההנחה היא שאם יהיה מטבע מדינתי דיגיטלי, מרבית האוכלוסייה תשתמש בו (ולא בקריפטו), ובכך מעמדו יישמר. הסיבה לכך היא העובדה כי הכסף המדינתי הוא חסר סיכונים אשר קיימים בכסף הפרטי – בעיקר סיכונים אשראי, סיכונים נזילות וסיכונים שוק. הסיכוי שהמדינה כולה תתמוטט ולכן הכסף המדינתי לא יהיה שווה את הנייר שהוא מודפס עליו הוא נמוך ביותר. לעומת זאת, בכסף פרטי סיכון זה הוא גדול יותר, ונובע גם מהסיכונים הקיימים לכל חברה מסחרית. לכן, האמון המיוחס על ידי האוכלוסייה לכסף המדינתי גבוה יותר מהאמון המיוחס לחברות פרטיות.

בהקשר זה יצוין כי כסף כמעט-מדינתי נשען, לפחות בחלקו, על ערבות המדינה כי היא תסייע לבנקים על מנת שלא יקרסו (בשל חשיבות המערכת הבנקאית ויחסי הגומלין בינה לבין המדינה). לכן, האמון המיוחס לכסף כמעט-מדינתי הוא גבוה מזה שייוחס לכסף פרטי לגמרי. קריפטו אינו מוגדר, לפחות כיום, כ"כסף". מטבעות קריפטו מוגדרים לרוב כנכס (לעיתים ספקולטיבי), בין היתר מאחר שהם אינם הילך חוקי במדינה כלשהי (ולא בישראל). כמו כן, מטבעות אלו נוטים לתנודתיות גבוהה בערכם, באופן שמקשה על השימוש בהם כאמצעי תשלום – שהוא תפקידו המרכזי של "כסף". אין זה אומר שלא ניתן להשתמש בהם כאמצעי תשלום, אלא שהשימוש בהם אינו נפוץ דיו.²⁵

פיתוחם של מטבעות יציבים (stablecoins), כאלו שאמורים לשמור על ערך קבוע, האין עוד יותר את הרצון להנפיק מטבע דיגיטלי מדינתי. לכאורה, מטבעות יציבים אלו אמורים להיות תחליף טוב לכסף, בהיעדר תנודתיות בערך, שכן ערכו של מטבע יציב כזה מובטח על ידי המנפיק. אולם, יציבותם תלויה בגורם המנפיק אותם; כשם שיציבות המטבע המדינתי תלויה ביציבות המדינה המנפיקה אותו. ככל שחברות גדולות (ובפרט, חברות טכנולוגיה ענקיות) ייטו להנפיק מטבעות כאלו, הם יוכלו לשמש כמתחרים רציניים יותר למטבע המדינתי. עם זאת, אם המטבעות יונפקו על ידי חברות שאינן בעלות יכולת לספק את הגיבוי הנזילות בשעת הצורך כדי לשמור על ערכו, החשש מהפגיעה בערכו יכול להתפשט בכל המערכת הפיננסית.

כך מתעורר חשש ליציבות הפיננסית, אם מרבית השימוש נעשה במטבע של חברה פרטית שאינה מחויבת או אינה יכולה לשמור על יציבות ערך המטבע.²⁶ דוגמאות לכך שחברות פרטיות נכשלו בשמירה על יציבותו של ערך המכשיר הפיננסי שלהן לא חסרות, החל מבנקים מסחריים שקרסו כאשר לא יכלו להמיר את הפיקדונות במזומן ועד קרנות כספיות שלא יכלו לשמור על ערך המנייה שלהן בשווי של 1 דולר.²⁷

בשל חששות אלו, בנקים מרכזיים רבים שוקלים הנפקת מטבע דיגיטלי מדינתי כדרך לשמירה על יציבות ובטיחות מערכת התשלומים, וכן שמירה על כוחה של המדיניות המוניטרית.²⁸ הנפקת מטבע דיגיטלי אמורה למנוע את הזליגה המשמעותית שעלולה להתרחש מהמטבע המדינתי אל מטבעות פרטיים (יציבים או אחרים), שכן ההנחה היא כי העדיפות

25 לסקירה בנושא מעמדו של הביטקוין ככסף, וכאמצעי תשלום, ראו ע"מ (מחוזי מר') 11503-05-

16 קופל נ' פקיד שומה רחובות (נבו 19.5.2019). כמו כן ראו דו"ח אסדרת תחום הנכסים הדיגיטליים 10–13 (אגף הכלכלנית הראשית – משרד האוצר, 2022), https://www.gov.il/he/pages/press_28112022

26 לדוגמה אחת לטיעון זה ראו Gary Gorton & Jeffery Zhang, *Protecting the Sovereign's Money* (2024) 75 ALABAMA L. REV. 956. *Monopoly*.

27 רק מהמשרד הפיננסי של 2007 ניתן למנות כמה בנקים וגופים פיננסיים שקרסו, או שקריסתם נמנעה בשל סיוע מגופים מדינתיים, בשל סיבה זו ממש. לתיאור מפורט של המשרד ראו למשל SHEILA BAIR, *BULL BY THE HORNS: FIGHTING TO SAVE MAIN STREET FROM WALL STREET AND WALL STREET FROM ITSELF* (2012).

28 לדוגמה לחששות אלו ראו הבנק המרכזי באנגליה THE BANK OF ENGLAND, *THE DIGITAL POUND: A NEW FORM OF MONEY FOR HOUSEHOLDS AND BUSINESSES* 10, 24–28 (2023) <https://www.bankofengland.co.uk/paper/2023/the-digital-pound-consultation-paper>

הראשונה של מרבית האוכלוסייה תהיה למטבע המדינתי, מהסיבות שפורטו לעיל, כל עוד המטבעות הפרטיים לא יספקו אלטרנטיבה טובה הרבה יותר. על מנת שהמטבע המדינתי יוכל "להתחרות" עם המטבעות הפרטיים ולהיות טוב מספיק מהם שבאופן שימעיט את השימוש בהם, עליו לספק מענה גם לצרכים הטכנולוגיים.²⁹ כך ניתן יהיה לשמר את "הריבונות הפיננסית" של המדינה, ריבונות שחשובה על מנת לאפשר למדינה לנווט את הכלכלה. נערוך השוואה קצרה בין ארבעת סוגי הכסף הנדונים במאמר: כסף מדינתי – שטרות ומטבעות של הבנק המרכזי; כסף כמעט-מדינתי – פיקדונות בנקאיים (שניתן לשלם מהם באמצעות צ'ק, כרטיס אשראי או העברה בנקאית); מטבעות קריפטו (שאינם "כסף" כהגדרתו, אך ניעזר בכך רק לצורך השוואה זו); וכסף מדינתי דיגיטלי.

סוגי הכסף

שקל דיגיטלי	מטבעות פרטיים	פיקדונות בנקאיים	כסף מזומן	
המדינה	גורם פרטי (לעיתים מבוזר)	בנקים מסחריים (בשיתוף עם המדינה)	המדינה	נוצר על ידי
זהה	נדרשת המרה	נדרשת המרה	זהה	היחס לכסף מדינתי
יציב	משתנה	לרוב יציב סיכון פיננסי	יציב	ערך
יש	אין (לא כסף)	יש	יש	מדיניות מוניטרית
חלקית (account/token)	יש	אין	יש	אנונימיות

כסף מזומן הוא כסף שמיוצר על ידי המדינה, וערכו יציב ונקבע על ידי מדיניות מוניטרית שמטרתה היא שמירה על יציבותו. כסף מזומן מאפשר אנונימיות בתשלום. סוג כסף נוסף שקרוב אליו במהותו הוא הפיקדונות הבנקאיים. זהו כסף "כמעט-מדינתי", המיוצר על ידי המערכת הבנקאית בשיתוף פעולה עם המדינה, כמוסבר לעיל. יחד עם זאת, פיקדון בנקאי אינו זהה לכסף מדינתי, אלא נדרשת המרה מהפיקדון אל מזומן. שלב ההמרה כולל סיכונים הנובעים מקיומו של הבנק, כגון סיכונים שוק ונזילות. ערך הפיקדונות הוא לרוב יציב, אולם קיים כאמור סיכון מסוים להתמוטטות הבנק, שבמסגרתו עלולים הפיקדונות לאבד את ערכם (למעט במצב של גיבוי מדינתי או ביטוחי). מדיניות מוניטרית משפיעה על הפיקדונות, אך הם

²⁹ מאמר זה אינו עוסק בפתרונות הטכנולוגיים האפשריים או ביתרונות כלליים שיכולים לצמוח בהקשר זה מפיתוחו של המטבע (כגון קידום החדשנות), אלא מתמקד במערכת הפיננסית.

אינם אנונימיים כלל, אלא מקושרים לחשבון שבעליו ידועים וכל הפעולות בהם מתועדות. מטבע דיגיטלי פרטי הוא כסף שמיוצר על ידי גוף פרטי כלשהו (יכול להיות גם מבוזר). נדרשת המרה ממנו אל מטבע מדינתי. ערכו של המטבע הפרטי משתנה, לעיתים בחדות רבה, בין היתר מאחר שהוא אינו כפוף למדיניות מוניטרית שתציב את ערכו. מטבע פרטי יכול לספק אנונימיות. מטבע דיגיטלי מדינתי הוא, כאמור, כסף המיוצר על ידי המדינה. הוא כפוף למדיניות המוניטרית, ולכן ערכו צפוי להיות יציב. הוא יכול לספק אנונימיות חלקית, שמידתה תלויה בבחירה שתיערך לגביו.

מטבלת ההשוואה עולה המטרה המרכזית של הנפקת מטבע דיגיטלי מדינתי, והיא קבלת היתרונות מאמצעי התשלום הקיימים כיום ושילובם לכדי אמצעי תשלום חדשני ומדינתי גם יחד. אמצעי תשלום זה יוכל להתמודד בהצלחה עם מטבעות דיגיטליים פרטיים ועם החשש כי יתפכו לעיקר הכלכלה וידירו את השימוש בכסף המדינתי. לפיכך, נעשה מאמץ לשלב את היתרונות הקיימים בכסף המדינתי (כפי שיפורטו בפרק הבא) עם היתרונות הקיימים בכסף דיגיטלי, ובפרט היכולת לשלם באופן דיגיטלי, כדי ליצור מטבע דיגיטלי מדינתי.

2. הגברת הנגישות הפיננסית

מוטיבציה נוספת להנפקת מטבע דיגיטלי מדינתי היא האפשרות של מטבע כזה להגביר את ההכללה הפיננסית ולהנגיש אותו לשכבות החלשות, בייחוד, לאלו אשר אין להם חשבון בנקאי ולכן נאלצו להשתמש רק במזומן. מטבע דיגיטלי יכול לסייע להם בכך שהם יוכלו להשתמש באמצעי תשלום נוסף, ללא צורך בחשבון בנק. מוטיבציה זו מוזכרת בעיקר לגבי מדינות מתפתחות, אך לא רק לגביהן. בארצות הברית למשל לכ-5% מהאוכלוסייה אין גישה לשירותים בנקאיים.

חלק מהסיבות לכך נטועות בחשדנות כלפי המוסדות הפיננסיים והעדפה לשימוש במזומן גם מטעמי אנונימיות. חלק מאי-ההכללה הפיננסית נובע מהיעדר יכולת לפתוח חשבון בנק בשל בעיות פיננסיות וכן בשל התשלום הגבוה לבנק בגין עמלות וכיוצא בזה. לכן, הוצע שהמטבע הדיגיטלי יעוצב באופן שיאפשר להתגבר על בעיות אלו, ובפרט יכלול מאפיינים כגון הספקתו על ידי מוסדות פיננסיים שאינם בנק, הספקתו בתשלום נמוך או בחינם והיעדר דרישה להון עצמי לצורך השימוש בו. כמו כן הוצע כי ניתן יהיה להשתמש בו לא רק באמצעות סמרטפון, אלא גם בדרכים נגישות יותר לשכבות סוציאקונומיות נמוכות כגון כרטיסי תשלום.³⁰ הוצעו שני ערוצים שבהם המטבע הדיגיטלי יוכל להגביר את הנגישות הפיננסית: ראשית, באמצעות הספקת אמצעי תשלום שהוא זול יותר, יעיל יותר ומהיר יותר מאשר מזומן או צ'קים. בכך, יופחתו העלויות שבשימוש בחלק מאמצעי תשלום הנהוגים כיום (למשל, עמלות כרטיסי אשראי). הערוץ השני הוא שמעבר משימוש באמצעי תשלום פיזי אל אמצעי תשלום דיגיטלי יכול לקרב אוכלוסיות אל המערכת הפיננסית. השימוש במטבע הדיגיטלי

30 ראו Sebastian Infante et al., *The Macroeconomic Implications of CBDC: A Review of the Literature*, FEDS 2022-076, 13 (2022). https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4438752

המדינתי יהווה שער גישה אל מוצרים פיננסיים מתוחכמים יותר ויכול ליצור הזדמנויות טובות יותר לביצוע חסכונות.³¹

לסיכום, עולה מהאמור כי מטרה מרכזית בהנפקת מטבע דיגיטלי מדינתי היא יצירת אמצעי תשלום חדיש, שיכול להחליף את המזומן (המיושן) ולמנוע מעבר גורף לאמצעי תשלום פרטיים. זאת, בשילוב הנגשתו לשכבות סוציואקונומיות נמוכות.

לצד זאת, מתעוררים גם אתגרים שעלולים לנבוע מהנפקתו, שהיא יצירת סוג כסף חדש על ידי הבנק המרכזי, ואליהם נתייחס כעת. אתגרים אלו נובעים מכך שלמרות ההתפתחויות הניכרות בשנים האחרונות בתחום הפיננסי, מטבע דיגיטלי מדינתי יהווה את הפעם הראשונה בה הבנק המרכזי עצמו יוצר אמצעי תשלום חדש (במובחן מהשוק הפרטי). זהו חידוש גדול לעומת כסף מדינתי פיזי, שכן מזומן קיים בשימוש מאות שנים, וחידוש מסוים גם לגבי אמצעי התשלום הפרטיים הנפוצים, כגון כרטיסי אשראי, הקיימים עשרות שנים. מאחר שהנפקה זו היא יצירה של דבר חדש, שאינו מוכר עד כה, יש לנסות ולצפות את החסרונות שהוא יכול לעורר.

ד. אתגרים ודרכים מוצעות להתמודדות

1. הקשר למזומן

לתשלום במזומן ישנם יתרונות רבים.³² ראשית, הוא אמצעי תשלום זמין ומקובל בכל מקום. שנית, הוא מאפשר תשלום נוח, מהיר וזול יחסית, מאחר שאינו תלוי בעזרים טכנולוגיים או אחרים. שלישית, הוא מאפשר תשלום בטוח וסופי כנגד קבלת הסחורה בידי הרוכש. רביעית, הוא מאפשר רכישה אנונימית שאינה מותירה עקבות. לצורך הדיון כאן, נניח כי מדובר בעסקאות לגיטימיות, ולא למטרה הנוגדת את הדין. קיים חשש, המועלה בספרות, שמעבר לאמצעי תשלום דיגיטלי בלבד (והפסקת השימוש במזומן) יוביל לאובדן הפרטיות ולאיסוף מידע על מי שאינו מעוניין בכך, ובכך נעסוק בתת-הפרק הבא.

אך הקשר למזומן אינו נוגע רק לשאלת הפרטיות, אלא גם להחלטה איזה אמצעי תשלום נרצה שיהיה המרכזי. ככל שהבחירה תהיה להפוך את המטבע המדינתי הדיגיטלי לאמצעי התשלום העיקרי במדינה, יש לעצבו באמצעות מאפיינים שיאפשרו לו את היתרונות הקיימים כיום במזומן, ובצירוף היתרון הדיגיטלי. בנוסף, יאפשר התשלום הדיגיטלי התמודדות עם חסרונות מסוימים של מזומן, כגון סכנה של אובדן או גנבה וחשיפה לסיכוני העלמת מס, הלבנת הון ומימון טרור.

31 ראו Ana Aguilar et al., *Digital Payments, Informality and Economic Growth*, BIS (Working Papers 1196, 2024), <https://www.bis.org/publ/work1196.htm>.

32 ליתרונות וחסרונות התשלום במזומן ראו הוועדה לבחינת צמצום השימוש במזומן במשק הישראלי – דו"ח מסכם 38 (2014).

כדי לשמור על הזהות למזומן יש לקבוע את יחס ההמרה בין המטבע הדיגיטלי למזומן בשיעור של 1:1. הערך של כסף מזומן והערך של מטבע דיגיטלי מדינתי צריכים להישמר בכל עת כשווים, בין היתר כדי למנוע ארביטראז' ביניהם. בנוסף, יש לוודא כי התשלום יהיה מיידי וגם סופי, בדומה לשימוש במזומן.

בהקשר זה עולה השאלה כיצד יהיה ניתן, אם בכלל, לשלם במטבע הדיגיטלי גם במצב לא מקוון. שהרי במזומן אין צורך בחיבור כלשהו, אלא מספיק השטר עצמו. לעומת זאת, במטבע דיגיטלי נדרש חיבור לאינטרנט על מנת לוודא את היתרה (ושלא נעשה שימוש כפול באותו סכום שקיים בחשבון). ככל שהמטבע הדיגיטלי אמור להיות דומה יותר למזומן, נדרש שתהיה גם אפשרות לתשלום באופן לא מקוון. אפשרות כזו גם יכולה להגביר את האנונימיות לעסקאות מסוימות.³³ כלומר, נדרש שיהיה ניתן לשלם במטבע הדיגיטלי המדינתי בכל מועד (24/7/365).

בנוסף, השימוש במטבע דיגיטלי מדינתי (בדומה לחלק מהקריפטו) יכול לאפשר תשלום כנגד הספקה (Delivery vs. Payment), כלומר קבלת הסחורה מתבצעת סימולטנית עם התשלום, וכך העסקה מושלמת רק כאשר שני הצדדים קיימו את התחייבויותיהם. יכולת זו, שאפשרית לתכנות בשימוש במטבע דיגיטלי, מקטינה את סיכוני העסקה ומגבירה את האפשרות כי תתקיים. בכך היא מממשת את מטרתו של אמצעי התשלום: להגביר את כמות העסקאות ולהוזיל את עלויות ביצוען. זאת בשונה נניח מכרטיס אשראי שבו משלמים מראש אף אם הסחורה עדיין לא התקבלה. במטבע הדיגיטלי יכול להתאפשר תשלום רק כנגד קבלת הסחורה, אף אם שני הצדדים אינם נפגשים פיזית, ובכך מבטל המטבע את הצורך במפגש הדרוש לעסקת מזומן – מפגש אשר לעיתים הוא בלתי אפשרי או כרוך בעלויות.

ועניין אחרון בהקשר למזומן, שימוש במטבע דיגיטלי מדינתי יכול באופן עקרוני לאפשר תשלום גם בסכומים נמוכים מאוד. בישראל, המטבע בעל ההליך החוקי הנמוך ביותר הוא בסכום של עשר אגורות. כך, מתאפשר שימוש במזומן גם לעסקאות קטנות מאוד, אשר לעיתים לא ניתן לבצען באמצעי תשלום אחרים (למשל, אין זה סביר לקבל צ'ק עבור מוצר ששווי עשר אגורות). במטבע מדינתי דיגיטלי, ניתן יהיה לאפשר עסקאות בסכומים נמוכים מאוד, מה שיכול לפתוח פתח למוצרים חדשים, כגון רכישת מידע בסכום זעיר או שירות קטן – מה שלא תמיד מתאפשר בכרטיס אשראי בשל עמלות על נותן השירות. כמובן שהדבר תלוי ביתר העלויות שיהיו למטבע הדיגיטלי המדינתי, אך ככל שמאפיין זה ייתפס כחשוב, נראה כי ניתן יהיה להשיגו.

בהקשר זה יש להזכיר אתגר נוסף שלפעמים נלקח כמובן מאליו, והוא כי על הבנק המרכזי לגרום לכך שהמטבע הדיגיטלי המדינתי יהפוך לאמצעי תשלום מרכזי. ייתכן מצב שבו אנשים לא יאמצו את השימוש היום יומי במטבע הדיגיטלי המדינתי ויבחרו להוסיף ולהשתמש במזומן מחד גיסא, ובאמצעי התשלום שכבר קיימים בשוק מאידך גיסא (כגון ארנק דיגיטלי).

33 הבנק המרכזי האירופי ציין כי תיתכן שונות ברמת האנונימיות לפי סוג העסקאות, כך שכל שהעסקה מסוכנת פחות תגבר היכולת לאנונימיות. ראו EUROPEAN CENTRAL BANK, DIGITAL EURO-STOCKTAKE 5 (2023).

סיבה לכך יכולה להיות עלויות המעבר בין אמצעי התשלום הקיימים לאמצעי החדש, או תקלות טכניות רבות בהשקת המטבע הדיגיטלי. אומנם כישלון אפשרי של קבלת המטבע הדיגיטלי המדינתי אינו נראה סביר על פניו, בשל היתרונות המיוחסים למטבע מדינתי לעומת אמצעי תשלום פרטיים, אך בכל זאת יש להביא זאת בחשבון ולוודא כי מדובר באמצעי נוח לשימוש, זמין גם לתשלום לא מקוון, באופן שוטף וללא תקלות. בעולם שבו יש רק מזומן – לא התעורר חשש כזה שכן זו הייתה הדרך היחידה לשלם באמצעות מטבע מדינתי. אך כאשר תקיימו שני תחליפים, יש לוודא כי שניהם מתקבלים על ידי הציבור.

2. אנונימיות ופרטיות

היחס למזומן מתקשר גם לסוגיית האנונימיות מול ביטחון הכסף. במחקר שנערך נבחן עיצובו המתאים של המטבע הדיגיטלי על פני ציר אשר בצידו האחד יש אנונימיות מלאה, אך גם חשיפה לגנבה או אובדן, ובצידו השני אין אנונימיות, אך יש יותר ביטחון.³⁴ ההנחה היא כי ככל שהמטבע הדיגיטלי יהיה יותר דומה למזומן, כלומר יאפשר אנונימיות מלאה, מחזיקו יהיה חשוף יותר לגנבה או אובדן של המטבע הדיגיטלי, ללא יכולת לשחזרו (בדומה למזומן). מנגד, אם המטבע יהיה מקושר למשתמש, כלומר לא אנונימי – באופן דומה יותר לפיקדונות בנקאיים – תגבר היכולת להגן על המשתמש מפני אובדן או גנבה שכן ניתן יהיה לשחזרו.

על פני הציר קיימות גם אופציות ביניים, כגון קביעה שעסקאות עד סכום מסוים תהיינה אנונימיות והבנק המרכזי יתחייב שלא לגשת לנתוני העסקה. אך מעבר לרף מסוים שייקבע, העסקאות תהיינה גלויות. ככל שהרף יהיה גבוה יותר, יינתן יותר משקל לאנונימיות על חשבון הביטחון. אופציית ביניים נוספת היא שהעסקאות תהיינה אנונימיות כלפי צדדים שלישיים, שלא ייחשפו לזהות המשתמש, אך גלויות כלפי הרשויות. בכל מקרה, יוחל גם חריג לגבי עסקאות שמעוררות חשד לפעולות בלתי חוקיות, שיאפשר גישה לנתונים (לפי שיקול דעתו של הבנק המרכזי עצמו, או באמצעות צו שיפוטי).

כמו כן, ככל שהעסקאות יבוצעו ישירות עם הבנק המרכזי, או ככל שהן יהיו אנונימיות יותר, תגבר היכולת של פרטים להתגונן מפני ניצול המידע שלהם על ידי מוסדות פיננסיים. כיום המידע שמצוי בידי מוסדות אלו מאפשר להם יתרון בשימוש בו, והחשש הגובר הוא מפני חברות גדולות שישפיקו שירותי תשלום ואשר ישתלטו על כמויות מידע רב בצורה מונופוליסטית. אנונימיות במטבע הדיגיטלי תגן על המשתמשים מפני אפשרות לניצול כזה. כמו כן, אנונימיות במטבע דיגיטלי, גם אם חלקית, תאפשר לשלב בין שלושה פרמטרים: אנונימיות, שימוש בעולם הדיגיטלי ומטבע מדינתי – שילוב שכיום אינו אפשרי, שכן השימוש הדיגיטלי במטבע מדינתי כיום הוא במרבית המקרים דרך פיקדונות בנקאיים שאינם מאפשרים אנונימיות.

הבחירה במיקום המטבע הדיגיטלי על פני הציר האמור תשפיע גם על השימוש במזומן. ככל שהמטבע הדיגיטלי יהיה דומה יותר בתכונותיו למזומן, הוא יכול לגרום למצב שבו

34 Itai Agur, Anil Ari & Giovanni Dell'Ariccia, *Designing Central Bank Digital Currencies*, 125 J. MONET. ECON. 62 (2022).

השימוש במזומן ייעלם.³⁵ ככלל, ההנחה היא שריבוי אמצעי תשלום מעלה את הרווחה המצרפית, שכן הריבוי מאפשר התאמה מדויקת יותר להעדפותיו של כל פרט. זאת אחת ההנחות העומדת מאחורי הרצון להנפיק מטבע דיגיטלי, שכן הוא יוכל להרחיב את מגוון אמצעי התשלום העומדים לרשות הכלכלה. עם זאת, ייתכן כי ככל שהוא יעוצב בצורה הדומה יותר למזומן, למשל על פני הציר האמור שבין אנונימיות לביטחון, הוא יוציא מהשוק את המזומן כאמצעי תשלום. זאת בעיקר בשל אפקט הרשת של אמצעי התשלום. כדי שאמצעי תשלום יהיה נוח וקל לשימוש, הוא צריך שחלק ניכר מהציבור ישתמש בו, וכן הוא צריך להיות נפוץ מספיק כדי שחלק ניכר מהעסקים יהיה משתלם לקבלו. מעבר לשימוש במטבע דיגיטלי דומה למזומן יקטין את השימוש במזומן וכתוצאה מכך יכול להוביל להפחתת הכספומטים ומספר העסקים שיקבלו אותו, מה שיפחית עוד יותר את השימוש במזומן עד להוצאתו כליל מהשוק כאמצעי תשלום. תוצאה כזו יכולה להיות רצויה, או בלתי רצויה, לפי שיקולי הבנק המרכזי ביחס למגוון אמצעי התשלום הקיימים, אך צריכים להיות מודעים לה בעת עיצובו של המטבע הדיגיטלי. וככלל, מסקנת המחקר היא כי ככל שרוצים לשמור על המערכת הבנקאית והתיווך הפיננסי, צריך המטבע הדיגיטלי להיות יותר בעל מאפיינים הדומים למזומן.³⁶ מסקנה נוספת היא כי כדאי לבנקים מרכזיים לשמור את האפשרות לשלם ריבית מותאמת (חיובית או שלילית) על המטבע הדיגיטלי, למצבים עתידיים בהם היא תידרש, ובכך נדון בהמשך.

3. השפעות אפשריות על המערכת הבנקאית

בהינתן חשיבותה של המערכת הבנקאית במתן אשראי וביישום מדיניות מוניטרית – ההשפעות האפשריות של הנפקת מטבע דיגיטלי על המערכת הבנקאית מעסיקות מאוד את החוקרים בתחום. ישנן אפוא שתי שאלות מרכזיות המתעוררות ביחס להשפעותיו האפשריות של מטבע דיגיטלי מדינתי: ראשית, מה צפויה להיות השפעתו על יציבות המערכת הבנקאית (שאלה שתידון בתת-פרק זה); ושנית, מה היא צפויה להיות בנוגע ליישום המדיניות המוניטרית (שאלה שתידון בתת-הפרק הבא).

השאלה הראשונה מתייחסת לחשש כי לאחר שיונפק מטבע מדינתי דיגיטלי, יעדיף הציבור להחזיק את כספו במטבע זה, ולא בפיקדונות בנקאיים. זאת מאחר שאצל בנק מסחרי קיים תמיד סיכון כי הבנק ייכשל, סיכון אשר אינו קיים בנוגע לבנק המרכזי. לכן, תרחיש אפשרי הוא כי לאחר הנפקת המטבע הדיגיטלי המדינתי יתרחש קיטון בפיקדונות הבנקאיים. חשש זה עלול להחמיר במצבים שבהם יש צפי למשבר (בין אם הוא מוצדק ובין אם לאו), שאז במסגרת הנהירה אל מקום בטוח – יתרחש מעבר נרחב מהפיקדונות אל המטבע המדינתי הדיגיטלי, שיכול להחמיר כשלעצמו את המשבר. חששות אלו מתגברים אם תשולם ריבית על המטבע הדיגיטלי, שכן אף אם הריבית שתשולם תהיה יחסית נמוכה יותר, תהיה לו עדיפות על פני הפיקדונות בבנקים המסחריים, בשל הסיכון הקיים בפיקדונות. לכן, למרות שניתן להתווכח על

35 ראו Agur, שם, בעמ' 63.

36 זאת עד לנקודה על הציר האמור שבה המזומן ייעלם כליל כאמצעי תשלום. ראו Agur, שם, בעמ' 76–77.

השפעת המטבע הדיגיטלי על יציבות המערכת הבנקאית בזמנים "רגילים", כפי שנראה מייד, דומה כי קיימת הסכמה כי בעת משבר קיומו של מטבע דיגיטלי עלול להחמירו, בשל היותו מקום מבטחים (ולמצער מקום בטוח יותר מאשר הפיקדונות הבנקאיים).

החשש האמור נוגע לשני מצבים אפשריים שיובילו לפגיעה ביציבות הפיננסית: במצב הראשון, שיעור הפיקדונות בבנקים יצנח שכן הכספים יישארו במטבע הדיגיטלי, מה שיוביל לקיטון בהלוואות שהבנקים יוכלו לתת (פיקדונות הם המקור להלוואות, שבתורן יוצרות עוד פיקדונות וחוזר חלילה).³⁷ במצב השני, הבנקים יצטרכו להתחרות בריבית שניתנת על ידי הבנק המרכזי ולהציע ריבית גבוהה יותר על הפיקדונות. מצב זה יכול להוביל לעליית מחיר ההלוואות (שכן הרווח שמפיק הבנק נובע מהפער בין הריבית המשולמת על הפיקדונות לבין הריבית שהוא מקבל על ההלוואות).

שני המצבים יכולים להוביל גם לחסר באשראי לכלכלה הריאלית, אם יתמעט מקור המימון העיקרי של ההלוואות כאמור, או לייקורו ככל שהבנקים יאלצו לגייס אשראי בעצמם באמצעות הנפקת אג"ח או הון שכן אלו דרכים שהן יקרות יותר מאשר הפיקדונות. מצב כזה עלול להשפיע גם על יכולת של הבנק המרכזי ליישם מדיניות מוניטרית, שכן הוא ייצור מגבלות על יכולתו להעלות את הריבית, במקרה הצורך. ולבסוף, מצב כזה יכול להשפיע לרעה על התחרותיות של הבנקים, למול אשראי חוץ בנקאי או מימון דרך שוק ההון. בהיעדר היכולת להסתמך על פיקדונות זולים, יקטן הפער המימוני בין הבנקים לגופים האחרים.

עם זאת, ישנם מחקרים הטוענים כי מצב כזה דווקא יגביר את התחרותיות בשוק הבנקאי ויגרום לפיקדונות להיות אטרקטיביים יותר. שכן, בשל הריבית הנמוכה יחסית הם אינם מהווים מקור משיכה כיום, אך עם הנפקת מטבע דיגיטלי נושא ריבית הם יהפכו להשקעה משתלמת יותר, כאשר בשל הצורך להתחרות בו תועלה הריבית בפיקדונות, דבר שבתורו יגדיל את אפשרויות המימון של הבנקים, וכתוצאה מכך את האשראי.³⁸ במובן זה, הריבית שתשולם על המטבע הדיגיטלי תשמש כ"רצפה" לריבית שתשולם בפיקדונות הבנקאיים ותעודד את הבנקים להגדיל את הריבית שהם משלמים. יתרון זה יכול להיות רלוונטי בייחוד בישראל, נוכח הטענות החוזרות ונשנות על מיעוט התחרות בסקטור הבנקאי.

כמו כן, קיימים מחקרים הטוענים כי הנפקת מטבע דיגיטלי תוכל לשפר את היציבות הפיננסית שכן היא תגרום לבנקים להסתמך יותר על נכסים בטוחים לצורכי מימון. המטבע הדיגיטלי יאפשר פיתוח נוסף של חובות מדינתיים למימון עבור הבנקים, וכתוצאה מכך יתאפשר לבנקים להסתמך פחות על מימון שהוא מטבעו יציב פחות (כגון מימון סיטוני). באותו קו, יש הטוענים כי השימוש במטבע דיגיטלי, שתנועותיו יכולות להיות שקופות יותר לרגולטורים, מאשר מזומן או פיקדונות בנקאיים, יוכל לשמש להגברת הפיקוח היציבותי על

37 בין השנים 2009–2018 פיקדונות לטווח של עד שנתיים היוו כמעט 50% ממקורות המימון של בנקים באיחוד האירופי, בריבית של כ-0.78%. יתרת מקורות המימון הייתה סוגי פיקדונות נוספים, אג"ח (כרבע מהמימון, בריבית כמעט משולשת) וכן הון (בריבית הגבוהה ביותר, מעל ל-10%). הנתונים מתוך Bindseil, לעיל ה"ש 15, בעמ' 11.

38 ראו המחקרים המובאים אצל Agur, לעיל ה"ש 34, בעמ' 710.

המערכת הבנקאית. כך, תנודות בשימוש בו יאותתו למפקחים כי קיימת חריגה הדורשת תשומת לב.³⁹

במובן זה, הוויכוח בספרות הכלכלית בדבר ההשפעה האפשרית של המטבע הדיגיטלי על מערכת הבנקאות טרם הוכרע. במידה רבה, מסקנות המחקר תלויות בהנחות המוצא ששימוש אותו, וביניהן היחס לשאלות כגון מידת התחרותיות הקיימת של המערכת הבנקאית הנבחנת, המאפיינים המדויקים של המטבע הדיגיטלי שנבחן וכן המסקנה בדבר היותו של המטבע הדיגיטלי תחליף לאמצעי תשלום בלבד או תחליף לפיקדונות בנקאיים.⁴⁰

יש לזכור עוד כי לצורך תשלום ריבית על המטבע הדיגיטלי יש למצוא מקור מימון עבורה, בפרט במצב שבו החשבון מוחזק בבנק המרכזי ישירות. שהרי, מקור המימון לתשלום ריבית על הפיקדונות הבנקאיים הוא הריבית שהבנקים מקבלים על הכסף בהלוואות. הפער בין ריבית הפיקדונות (נמוכה) לבין הריבית על ההלוואות (גבוהה יותר) מהווה את עיקר הרווח הבנקאי, וחלק ממנו משולם לבעלי הפיקדונות. אולם, הבנק המרכזי אינו נותן הלוואות, ולכן תשלום הריבית ייקבע כסוג של מס על הציבור. וגם כך, תישאל השאלה על מי יוטל המס ובאיזו כמות, שכן מרבית הריבית תועבר למי שיחזיק יותר כסף דיגיטלי. המשך הדיון בסוגיית הריבית ככלי מוניטרי ייערך בתת-הפרק הבא, הבוחן את ההשפעות האפשריות של המטבע הדיגיטלי על ביצועה של מדיניות מוניטרית.

4. השפעות אפשריות על המדיניות המוניטרית

כידוע, לקיומו של כסף מדינתי קיימת חשיבות עליונה ליכולתו של הבנק המרכזי לכוון את הכלכלה הריאלית באמצעות יישום מדיניות מוניטרית. בעולם דמיוני שבו אין כסף מדינתי לא ניתן ליישם מדיניות מוניטרית (לפחות באופן המוכר לנו כיום), שכן היא נשענת על קיומו של כסף מדינתי ועל יכולתו של הבנק המרכזי להשפיע על מחירו באופן הדרוש. בחינת השפעותיו הפוטנציאליות של מטבע דיגיטלי על יישום מדיניות מוניטרית מתמקדת בעיקר בשני אפקטים:⁴¹ הראשון בוחן את הכלי המוניטרי המרכזי כיום – קביעת הריבית – במצב שבו יהיה קיים גם מטבע דיגיטלי. השני בוחן את השפעות הנפקת המטבע הדיגיטלי על המאזן של הבנק המרכזי. בעקיפין, בחינות אלו מעלות שאלה רחבה יותר והיא מה תפקידו (הראוי) של הבנק המרכזי. בהנחה שהמטבע הדיגיטלי יכול לאפשר שינוי בתפקידו הנוכחי של הבנק המרכזי,

39 ראו Todd Keister & Cyril Monnet, *Central Bank Digital Currency: Stability and Information*, 142 J. ECON. DYN. & CONTROL. 1 (2022).

40 לסקירה מקיפה של הספרות הכלכלית המובילה למסקנה דומה בדבר היעדר הכרעה ראו Infante, לעיל ה"ש 30.

41 סוגיה נוספת שעולה היא מערכת הסליקה של הבנק המרכזי. כיום, מערכת זו משמשת בעיקר להסדרת הסליקה הבין-בנקאית בסופו של כל יום עסקים. כלומר, המערכת מטפלת בעסקאות מעטות וגדולות. אם הבנק המרכזי יספק ישירות שירותים במטבע המדינתי הדיגיטלי, יהיה צורך לשנות את מערכת הסליקה לכוון המאפשרת תשלומים רבים בסכומים קטנים. דבר זה יכול לשפר את מערכות התשלומים במדינות שבהן קיימת בעיה במערכת הקיימת. הרחבה בנושא זה חורגת מגדרי המאמר.

נשאלת השאלה כיצד היינו רוצים שהבנק המרכזי יראה ויפעל לאחר שינוי זה. נתחיל בסקירת שני האפיקים האמורים ונותר את השאלה הרחבה יותר לפרק המסכם.

האפיק הראשון עוסק בסוגיית הריבית – האם יש לשלם ריבית על החזקת מטבע דיגיטלי, ואם כן, האם הבנק המרכזי הוא שצריך לשלמה. המצדדים בתשלום ריבית על המטבע הדיגיטלי המדינתי רואים בכך כלי מוניטרי נוסף או מדויק יותר. במקום שהבנק המרכזי יקבע ריבית, שתועבר באמצעות התמסורת של המערכת הבנקאית – על ידי השימוש בה לתשלום על הלוואות ופיקדונות – כפי שהמצב כיום, יוכל הבנק המרכזי לקבוע את הריבית ישירות על המטבע הדיגיטלי.⁴² קביעת התשלום ישירות תייתר את הצורך במנגנון התמסורת, אשר לא תמיד פועל באופן יעיל וחלק. בהמשך לכך, יש הרואים ביכולת להנפיק מטבע דיגיטלי כמאפשרת הזרמת כסף נוסף ישירות לכלכלה על ידי הבנק המרכזי בשעת הצורך. הזרמה כזו מכונה "helicopter drops" ויכולה לסייע לבנק מרכזי להגשים את מטרות המדיניות שלו בצורה ישירה, ללא צורך במתווכים פיננסיים – כפי שהמצב כיום.

מנגד, יש הרואים בתשלום ריבית פגיעה אפשרית בפיקדונות הבנקאיים, באופן שיצמצם אותם ויוביל לפגיעה בכמות האשראי הניתנת, וכפועל יוצא כפגיעה במנגנון התמסורת של המדיניות המוניטרית, שמתבצעת באמצעות פיקדונות אלו. זאת מהסיבה שתוארה לעיל, מטבע דיגיטלי נושא ריבית יהווה תחרות לפיקדונות הבנקאיים, ובפרט בשעת משבר עלול למשוך את כספי הציבור. אחד הפתרונות המוצעים בנושא זה הוא לאפשר לבנק המרכזי לקבוע דווקא ריבית שלילית על המטבע הדיגיטלי, באופן קבוע או רק מעל סכום מסוים. ריבית שלילית על החזקת המטבע הדיגיטלי, שמשמעותה תשלום עמלה שוטפת על החזקתו, יכולה לגרום לכך שהסכומים שיוחזקו בו יהיו רק אלו הדרושים לציבור כאמצעי תשלום, בעוד מרביתה של יתרת הכסף תוסיף להיות מוחזקת בפיקדונות נושאי תשואה בבנקים. יש לזכור עם זאת כי ריבית שלילית אפשרית בעיקר במצב שבו אין כלל מזומן, שאחרת ייווצר פער עלויות בין שני אמצעי התשלום הללו, שיגרום להחזקת מזומן על פני המטבע הדיגיטלי. מצב של ביטול המזומן כליל אינו מקובל כיום, ומרבית הדיון בבנקים המרכזיים עוסק בהוספת מטבע דיגיטלי לצד המזומן. לכן, לא ברור כמה הרעיון של ריבית שלילית הוא ריאלי כיום (אלא אם כן התועלת תעלה על העלות).

רעיון נוסף שהועלה בספרות הוא ריבית מדורגת, ההולכת ופוחתת ככל שהסכום גדל. כך ניתן להשתמש במטבע הדיגיטלי כאמצעי תשלום באופן שוטף, אך לא כשומר ערך. המטרה כאמור היא למנוע אגרנות של המטבע הדיגיטלי ולעודד את הציבור להשתמש בפיקדונות הבנקאיים הנושאים ריבית, שאמורה להיות גבוהה יותר מאשר זו המשולמת על הכסף הדיגיטלי, בייחוד בסכומים גבוהים שאינם נדרשים לתשלומים היום יומיים.

המחשבה מאחורי הצעות אלו היא להפריד בין שניים מתפקידיו של הכסף בשימוש במטבע דיגיטלי מדינתי – כך שהמטבע הדיגיטלי המדינתי ישמש בעיקר כאמצעי תשלום (תפקידו הראשון של הכסף, כפי שמתואר לעיל), אך לא ישמש כשומר ערך. תפקידו של הכסף כשומר

42 הרחבה בנושא ההשפעה של המטבע הדיגיטלי על מנגנון התמסורת של המדיניות המוניטרית חורגת מגדרי מאמר זה.

ערך יישאר בידי המערכת הבנקאית, והמטבע הדיגיטלי לא יתחרה בה.⁴³ מצב זה יהפוך את הכסף הדיגיטלי ליצור היברידי שבין המזומן – שאינו נושא ריבית חיובית או שלילית, לבין פיקדונות בנקאיים – הנושאים ריבית חיובית. ככל שהמטבע הדיגיטלי יהיה דומה יותר למזומן, הוא לא יהווה תחליף לפיקדונות הבנקאיים ובכך לא יפגע בהם, שכן הציבור יוסיף להשתמש בפיקדונות כדי לשמור על ערכו של הכסף ולהשיא תשואה.

האפיק השני שבו נבחנת יצירת המטבע הדיגיטלי הוא השפעתו האפשרית על מאזן הבנק המרכזי. השפעה זו קשה לניבוי, בין היתר מאחר שהיא תלויה במאפיינים שייקבעו למטבע הדיגיטלי. ניתן לעצבו בדרכים שונות אשר ישפיעו באופנים שונים על המאזן. זוהי אומנם אמירה כללית מאוד, אך נכונה. כך למשל, סוכמו חמישה תרחישים אפשריים להנפקת המטבע הדיגיטלי אשר ישפיעו באופנים שונים לגמרי על מאזן הבנק המרכזי וכן על מאזן המערכת הבנקאית (ואף על המאזן של הציבור והמאזן הממשלתי).⁴⁴ נתייחס שלושה מתוך חמשת התרחישים כדי להמחיש את ההבדלים ביניהם לגבי מאזן הבנק המרכזי.

בתרחיש הראשון מעוצב הכסף הדיגיטלי כתחליף מדויק למזומן. בתרחיש זה אין במצטבר השפעה על המאזן של הבנק המרכזי (וכן על המאזן של המערכת הבנקאית), שכן במקום להנפיק מזומן, הבנק המרכזי פשוט מנפיק מטבע דיגיטלי.

בתרחיש השלישי, הכסף הדיגיטלי מעוצב בצורה דומה יותר לפיקדונות, מה שמוביל לכך שהציבור מחזיק יותר מטבע דיגיטלי ופחות פיקדונות בנקאיים. בתרחיש זה קיימת ירידה בפיקדונות הציבור בבנקים, שמובילה לירידה בצורך ברזרבות שהבנקים מחזיקים בבנק המרכזי כנגד הפיקדונות (הפיקדונות הם התחייבות, הרזרבות הן נכס). כך מצטמצם המאזן הבנקאי, ונפגעת יכולת התיווך הבנקאי (disintermediation). במאזן הבנק המרכזי חלה עלייה בכמות המטבע הדיגיטלי, ובמקביל חלה ירידה ברזרבות הבנקאיות. מאחר ששניהם בצד ההתחייבויות, הם יקזזו זה את זה ולא יהיה צורך בשינוי בצד הנכסים של הבנק המרכזי. התוצאה היא כי בהסתכלות על המאזן במצטבר לא יחול שינוי, אך כן יחול שינוי בהרכבו בצד ההתחייבויות.

התרחיש הרביעי מתייחס למצב חמור יותר מבחינת המערכת הבנקאית שבו קיימת לא רק ירידה בפיקדונות וברזרבות, אלא גם ירידה בהלוואות. במצב כזה קיימת ירידה בפיקדונות הבנקאיים (התחייבות), וכן ירידה בהלוואות הבנקאיות (נכס), במקום הירידה ברזרבות שתוארה בתרחיש השלישי). במצב כזה יחול שינוי מהותי יותר במאזן הבנק המרכזי: תחול עלייה בהתחייבויות שלו (בשל הנפקת המטבע הדיגיטלי), ובמקביל תיאלץ לחול עלייה בנכסים שלו, שיכולים להיות אג"ח ממשלתיות. כלומר, מאזן הבנק המרכזי יגדל כדי לספק את הצורך במטבע הדיגיטלי מחד גיסא, וכדי לאזנו עם נכסים מאידך גיסא. התוצאה היא שהמערכת הבנקאית תצטמצם, וחלקו של הבנק המרכזי יהיה גדול יותר, קרי הוא יהיה פעיל יותר בשוקי ההון והכסף. ייתכן גם מצב שבו הבנק המרכזי ייאלץ ליצור מנגנון הלוואות לבנקים (או לציבור) כדי לשמור על כמות האשראי במשק.

43 ראו Bindseil, לעיל ה"ש 15, בעמ' 8.

44 הטבלה המסכמת נמצאת אצל Infante, לעיל ה"ש 30, בעמ' 28.

Illustrative Central Bank balance sheet with the digital pound

Central bank balance sheet					
Time moves from left to right					
Steady state existence of a digital pound		High demand for a digital pound		Bank of England intervention	
Assets	Liabilities	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities
Other	Other	Other	Other	Other	Other
Central bank operations	Reserves	Central bank operations	Reserves (-)	Central bank operations	Reserves (+)
			Digital pounds (+)		
			Banknotes		
Asset purchases	Digital pounds	Asset purchases		Additional backing assets (+)	Digital pounds
	Banknotes				
				Asset purchases	Banknotes

זוהי דיאגרמה הממחישה באופן ציורי את התרחיש השלישי – בטור האמצעי – בו משתנה רק הרכב המאזן, וכן את התרחיש הרביעי – בטור הימני – בו משתנה גם גודל המאזן.⁴⁵ פעולה כזו תלויה גם בדרכי המימון החלופיות שיהיו לבנקים, כאשר הפיקדונות (שהם דרך המימון העיקרית והזולה להלוואות) יצטמצמו. אז יאלצו הבנקים לפנות למימון סיטוני שהוא יקר יותר ויגלגלו את העלויות הנוספות על מבקשי האשראי באופן שייקר את מחירו. בנוסף, פנייה למימון סיטוני עלולה להגדיל את חלקן של חברות פיננסיות לא בנקאיות בשוק הפיננסי, וגם לכך יכולות להיות השלכות בנוגע למדיניות מוניטרית – אשר באופן מסורתי כוללת רק בנקים.

הבחירה בין התרחישים השונים תלויה במאפיינים שיינתנו למטבע הדיגיטלי. למשל, ככל שתשולם עליו ריבית גבוהה יותר, כפי שנדון באפיק הראשון, יגדל הביקוש למטבע הדיגיטלי, באופן שיכול לחייב את הבנק המרכזי להגדיל את ההיצע שלו. ריבית גבוהה יותר משמעה גם פגיעה פוטנציאלית גדולה יותר בפיקדונות הבנקאיים, מה שיוכיל לתרחישים השלישי והרביעי. לתרחישים אלו יכולה להיות השפעה גם על כלים נוספים של מדיניות מוניטרית, כגון פעולות בשוק הפתוח או שירותי הנזילות של הבנק המרכזי. לכן, קיימת חשיבות לבחינה

45 דיאגרמה מתוך The Digital Pound, לעיל ה"ש 28, בעמ' 105.

מדוקדקת של מאפייני המטבע הדיגיטלי טרם הנפקתו, והתאמתם למצב שרוצים כי ייווצר בפועל מבחינת מכלול השיקולים המעורבים.

זאת בייחוד כאשר השפעתו של מטבע דיגיטלי על מאזן הבנק המרכזי אינה רק סוגיה "טכנית". היא בעלת חשיבות עליונה לשאלה מהו תפקידו הראוי של הבנק המרכזי. בפרט, האם הוא אמור להיות תפקיד צר כאשר רוב הפעילות בשוק הפיננסי מבוצעת על ידי המערכת הפיננסית (השוקית), או שהבנק המרכזי, כגוף מדינתי, אמור לשחק תפקיד רחב יותר בשוק הפיננסי. שאלה זו עלתה גם בעקבות הפעולות שבוצעו על ידי בנקים מרכזיים בעולם לאחר המשבר הפיננסי של 2007–2008 ואשר הגדילו באופן משמעותי את המאזן שלהם ואת תפקידם בשוק הפיננסי. היא רלוונטית מתמיד ביחס לעיצובו של המטבע הדיגיטלי, כאשר מרחב האפשרויות מאפשר בין היתר לשנות גם את תפקידו של הבנק המרכזי. שאלה זו קשורה גם בקשר הדוק לשאלת עצמאותו של הבנק המרכזי והאחריות שלו, שכן ככל שתפקידו והשפעתו על השוק הפיננסי גדולים יותר, נדרשת חשיבה מעמיקה יותר בנוגע לאופן שבו הוא מבצע את תפקידו.⁴⁶

נראה כי מרבית הכלכלנים העוסקים במדיניות מוניטרית יראו את הפגיעה האפשרית במערכת הפיננסית בשל יצירת מטבע דיגיטלי מדינתי כחיסרון אשר יש להתמודד איתו. כלומר, הפגיעה במערכת הבנקאית אינה רצויה, ויש למצוא דרכים להקטין אותה – חלקן תוארו לעיל בנוגע להגבלות הריבית או מכסות על השימוש בו. במצב כזה המטרה העיקרית יכולה להיות לשמור על המאזן של הבנק המרכזי מצומצם ככל שניתן, ולהותיר את עיקר העבודה בשוק הפיננסי בידי המערכת הפיננסית. ההצדקה להרחבת מאזן הבנק המרכזי תהיה אך ורק במקומות שבהם המערכת הפיננסית זקוקה לעזרתו של הבנק המרכזי (בין אם במשבר, ובין אם ביום יום). ואכן, זוהי גם ההמלצה של ה-BIS כפי שפורטה במסמך שהוגש על ידו ל-G20. ה-BIS ממליץ כי בנקים מרכזיים שינפיקו מטבע דיגיטלי ישקלו אמצעים מתאימים, כגון מגבלה על כמות החזקת המטבע הדיגיטלי וכן מגבלות על הריבית המשולמת, כדי למתן סיכונים ליציבות המערכת הפיננסית.⁴⁷

אך יש להזכיר כי קיימת אסכולה כלכלית אשר בחלקה דוחפת דווקא להקטנת כוחו של התיווך הבנקאי ולהגברת כוחו של המטבע המדינתי.⁴⁸ אסכולה זו תומכת בכסף ריבוני (sovereign money) ומעודדת מצב שבו הכסף המצוי בכלכלה מונפק על ידי הבנק המרכזי. בניגוד למצב כיום בו ישנם כאמור שני סוגי כסף המיוצרים בשיתוף פעולה – כסף מדינתי וכסף "כמעט-מדינתי" המיוצר על ידי המערכת הבנקאית, אסכולה זו מבקשת ליצור מצב שבו הכסף מונפק על ידי הבנק המרכזי, וקיים רק סוג אחד של כסף – המטבע המדינתי הדיגיטלי. הבנקים יהפכו למתווכים אשראי (במקום יוצרי כסף), והעמלה (סניוראז') שהם מרוויחים מיצירת כסף תעבור למדינה.

46 להרחבה בנושא זה ראו פליישהקר, לעיל ה"ש 1, בפרק האחרון.

47 ראו הדו"ח שהוגש, לעיל ה"ש 21, בעמ' 12.

48 ראו למשל BEN DYSON, GRAHAM HODGSON & FRANK VAN LERVEN, SOVEREIGN MONEY – AN INTRODUCTION (2016).

המתנגדים לכך טוענים כי מצב כזה יוביל לצבירת כוח רב בידי הבנק המרכזי, באופן שיפגע בתחרותיות של המערכת הפיננסית (בין תוך שימוש שלא ראוי בכוח, ובין בשל העדפת הציבור את הבנק המרכזי) ושעלול להוביל לחוסר יעילות. חוסר יעילות מהטעם שהבנק המרכזי אינו "יודע" לנהל אשראי כמו השוק הפרטי, או מהטעם שהוא ייקלע למצב שבו הוא לא יוכל לפעול באופן אופטימלי. סצנריו אחד שהועלה הוא כאשר בשל חשש לעליית מחירים אנשים רבים ירצו להיפטר מהמטבע הדיגיטלי ולהחליפו בסחורות. אם הבנק המרכזי יוסיף לספק עוד מטבע דיגיטלי, הדבר אומנם ישמור על הנזילות, אך עלול בעצמו לגרום לאינפלציה. לכאורה מצב זה אפשרי גם כיום, אך המיידיות של ביצוע כל העסקאות במטבע דיגיטלי עלולה להחריף אותו בצורה משמעותית.⁴⁹ עוד טוענים המתנגדים כי מצב זה יגביר משמעותית את כוחו של הבנק המרכזי ואת יכולתו להשפיע על הכלכלה, באופן שעלול לגרום ניסיונות להתערבות פוליטית בשיקולי הבנק המרכזי.

עולה מכך כי בנוסף לעצם יצירת המטבע הדיגיטלי, יש לתכנן כיצד תיראה המערכת המוניטרית העתידית בכללותה. האם וכיצד יוכל המטבע הדיגיטלי לשרת בצורה טובה את הכלכלה הריאלית. למשל, בדו"ח שפורסם על ידי ה-BIS לאחרונה, מתואר כיצד יכולה להיראות המערכת המוניטרית בעתיד, כאשר ישולב בה שימוש במטבע דיגיטלי מדינתי, וכן בטוקניזציה. תוכנית זו היא בגדר blueprint, אך היא מאפשרת להבין את הכיוון הכללי שאליו מכוונים להגיע. כך נסקרים יתרונותיה של טכנולוגיה זו, וכן כיצד ניתן להשתמש בה בדרכים מדורגות של שמירה על הפרטיות ואנונימיות.⁵⁰ נחזור לדיון זה בפרק המסכם.

ה. מטבע מדינתי דיגיטלי בעולם

1. מבט השוואתי – מטבע מדינתי דיגיטלי במדינות מובילות

כיום רק בארבע מדינות קטנות יחסית נערך ניסוי או שימוש בפועל במטבע דיגיטלי – איי בהאמס, ג'מייקה, הבנק המרכזי במזרח הקריביים וניגריה. איי הבהאמס הייתה המדינה הראשונה שהנפיקה מטבע דיגיטלי מדינתי באוקטובר 2020. הסיבה המרכזית לכך הייתה כי מדובר במדינה הכוללת כ-700 איים, אשר המרחק הרב ביניהם גרם לחוסר כדאיות כלכלית בהקמת תשתית בנקאית למזומן בכל אחד מהם (למשל היעדר כספומטים או סניפים). הרצון להכליל כמה שיותר אזרחים במערכת הפיננסית הוביל למסקנה כי הנפקת המטבע הדיגיטלי תאפשר זאת.⁵¹ הפרויקט להנפקת המטבע הדיגיטלי מכונה "sand"

49 הטיעון המובע שם מורכב יותר, אך לענייננו די בהבנת חלק זה שלו. ראו, Linda Schilling et al., *Facing the Central Bank Digital Currency Trilemma*, <https://did.li/434CN>.

50 ראו *Blueprint for the Future Monetary System: Improving the Old, Enabling the New*, BIS, ANNUAL ECONOMIC REPORT (2023), <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2023e3.htm>.

51 ראו THE CENTRAL BANK OF BAHAMAS, PROJECT SAND DOLLAR: A BAHAMAS PAYMENTS SYSTEM MODERNISATION INITIATIVE 4–6 (2019).

"dollar", כאשר המטבע מונפק ביחס זהה לדולר הבהאמיאני. המטבע הדיגיטלי מונפק על ידי הבנק המרכזי, כהתחייבות שלו. נכון למחצית שנת 2023 מחוברים לפרויקט כמאה אלף משתמשים צרכניים באמצעות הטלפונים הסלולריים.⁵² כל משתמש יכול לבחור בין שני מסלולים – הראשון במגבלה של 500 דולר החזקה ו-1,500 דולר לשימוש חודשי, והשני 8,000 ו-10,000 בהתאמה.⁵³ בשנת 2024 מתוכנן מהלך החדרה מסיבי יותר, שיכלול חלוקה של כמיליון דולר למשתמשים שיאמצו את השימוש בו. הפרויקט מצוי אפוא בתחילת דרכו ומעניין את הקהילה הפיננסית.

מדינות מרכזיות יותר בוחנות ושוקלות את הנושא בצורה רצינית בשנים האחרונות. כיום מרבית הבנקים המרכזיים במדינות המובילות נמצאים בשלב של בחינת הנפקת מטבע דיגיטלי, תוך הבעת כוונה חיובית בעיקרה. המאמץ העיקרי כרגע מתמקד במחקר ובתכנון המטבע הדיגיטלי, וביצוע ההכנות הדרושות לשם הנפקתו העתידית, אך מבלי להתחייב כי זו אכן תבוצע. בחלק מהמדינות (למשל בארצות הברית) מושם דגש על היותה של המדינה מובילה בתחום הפיננסי, ועל המטבע הדיגיטלי כדרוש לשם שמירה על מובילות זו. החשש הוא כי מדינה אחרת תגרוף את היתרונות מלהיות הראשונה שמנפיקה מטבע דיגיטלי.

באנגליה, ערכו הבנק המרכזי ומשרד האוצר דו"ח היועצות המתאר את הפאונד הדיגיטלי הצפוי.⁵⁴ עורכי הדו"ח מדגישים כי פאונד דיגיטלי צפוי להיות דרוש בשנים הקרובות, ולכן יש להיערך מראש לקראת הנפקתו. עם זאת הם מציינים כי כרגע אין החלטה על הנפקתו, וההיערכות היא מאחר שמדובר בתשתית שדרוש זמן רב להכינה (גם מבחינה טכנולוגית), וכדאי שהיא תהיה מוכנה במועד בו כן יוחלט על ההנפקה. ההערכה היא כי בשנים 2025–2026 יושק פיילוט לניסוי, ובסופו תתקבל ההחלטה האם להנפיק.

המודל המוצע שם הוא שיתוף פעולה ציבורי-פרטי המכונה "מודל הפלטפורמה" (הדומה למודל הדו-נדבכי שתואר לעיל). במסגרתו, הבנק המרכזי ינפיק את הפאונד הדיגיטלי והוא יהווה התחייבות במאזן שלו (כמו מזומן). חברות פרטיות, שיכולות להיות בנקים או חברות אחרות שיאשרו על ידי הבנק המרכזי, יפתחו את הארגון שדרכו ניתן יהיה לשלם באמצעותו. אחת הסיבות המרכזיות לבחירה במודל של שיתוף פעולה היא שהוא מאפשר לכל סקטור לנצל את היכולות הטובות ביותר שלו. הבנק המרכזי שומר על ייצור הכסף המדינתי וכן יספק תשתית מתאימה, ואילו המוסדות הפרטיים מתחרים ביניהם על הספקתו לצרכן הסופי, באופן שישפר את היעילות, החדשנות וחויית הצרכן.

הדגש יהיה על עסקאות יום יומיות, בעיקר של משקי בית ועסקים, כאשר תהיה הגבלה על כמות ההחזקה לכל משתמש (מוצעת מגבלה של בין 10–20 אלף פאונד למשתמש פרטי).

<https://www.centralbankbahamas.com/publications/main-publications/project-sanddollar-a-bahamian-payments-system-modernization-initiative>

52 מתוך דיווח לעיתונות של הבנק המרכזי בבהאמס. ראו

<https://www.centralbankbahamas.com/news/press-releases/press-release-public-update-on-the-bahamas-digital-currency-sanddollar-1>

53 כפי שדווח על ידי הבנק המרכזי בבהאמס. ראו <https://www.sanddollar.bs/individual>

54 ראו The Digital Pound, לעיל ה"ש 28, בעמ' 11–19.

הפאונד הדיגיטלי יהיה ניתן להמרה בכל עת למזומן או לפיקדון בנקאי; לא תשולם ריבית על החזקתו; פרטיות המשתמשים תישמר, כאשר לממשלה ולבנק המרכזי לא תהיה גישה לנתונים, אך לא תהיה אנונימיות מלאה.

כפי שניתן לראות, ושלא במפתיע, מרבית המאפיינים הצפויים לפאונד הדיגיטלי תואמים את הגישה המרכזית בספרות הכלכלית כפי שתוארה לעיל: גישה הרואה במטבע דיגיטלי הכרח כדי לשמור על שליטת הבנק המרכזי במדיניות המוניטרית (שלא תאבד בשל מטבעות פרטיים), ולכן כזו המנסה לצמצם את הסיכונים הצפויים למערכת הפיננסית באמצעות מגבלות על השימוש בו. בפרט, אי-תשלום ריבית כדי להימנע מתחרות גדולה מול הפיקדונות הבנקאיים. באיחוד האירופי החלו בחודש נובמבר 2023 את שלב ההכנה להנפקת אירו דיגיטלי.⁵⁵ בסיומו של שלב ההכנה תתקבל ההחלטה האם להנפיקו, ואם כן תידרש התאמה של המסגרת החקיקתית באיחוד. נראה כי האיחוד האירופי מתכוון אף הוא להשתמש במודל הדר-נדיבכי ולעבוד בשיתוף פעולה עם מוסדות פיננסיים אשר הם אלו שיעבדו מול הלקוחות והעסקים כצרכנים הסופיים. התכנון הוא כי האירו הדיגיטלי יהיה דומה למזומן (שלא יבוטל), ויונפק על ידי הבנק המרכזי האירופי.⁵⁶ הוא יהיה נוח לשימוש יומי, בחינם בשימוש בסיסי, העסקאות תתבצענה במהירות ותהיינה סופיות. כן מוזכרת האפשרות למגבלה על כמות השימוש, כדי למנוע ירידה בפיקדונות הבנקאיים. גובה המגבלה לא נקבע, אך מדובר על כמה אלפי אירו למשתמש. האירו הדיגיטלי יכובד בכל רחבי האיחוד ובכל העסקים הפיזיים והאלקטרוניים. בארצות הברית חלו בשנת 2022 שתי התפתחויות המעידות על החשיבות המיוחסת שם לדולר דיגיטלי. הראשונה היא צו נשיאותי, בו נקבע בין היתר כך:⁵⁷

Sovereign money is at the core of a well-functioning financial system, macroeconomic stabilization policies, and economic growth. My Administration places the highest urgency on research and development efforts into the potential design and deployment options of a United States CBDC.

הצו קובע לוחות זמנים להגשת דו"חות על ידי הרשויות הרלוונטיות (למשל הבנק המרכזי ורשות ני"ע), תוך שמודגשת חשיבות יצירת המטבע הדיגיטלי כדי לשמור על מעמדה המוביל של ארצות הברית בשוק התשלומים. כמו כן, מוזכר הצורך בשיתוף פעולה בין-לאומי בנושא זה, בין היתר כדי לאפשר העברות מט"ח גם בסכומים קטנים ובעמלה נמוכה. ההתפתחות השנייה היא דו"ח היועצות שפרסם הפדרל רזרב אשר סוקר את היתרונות והחסרונות האפשריים של מטבע דיגיטלי ומזמין את הערות הציבור.⁵⁸ מודגש כי הפדרל רזרב

55 כפי שדווח באתר הבנק המרכזי האירופי. ראו https://www.ecb.europa.eu/paym/digital_euro/timeline/html/index.en.html
56 כאמור במכתבה של נשיאת הבנק המרכזי האירופי, מיום 12.1.2024. <https://did.li/I9Mrl>
57 ראו Exec. Order No. 14,067, § 4(a)(i), 87 Fed. Reg. 14,143 (Mar. 9, 2022).

לא יתקדם בנושא ההנפקה עד שיתקבל אישור ברור מהרשות המבצעת וכן מהקונגרס, בעדיפות לחקיקה מתאימה המסמיכה אותו במפורש לכך. כיום הפדרל רזרב מתמקד במחקר, ביצוע פיילוטס ובחינות שונות כדי להחליט האם להנפיק דולר דיגיטלי.

מטבע דיגיטלי מדינתי מעסיק גם את הבנקים המרכזיים במדינות שאינן מערביות, והבולטת שבהן היא סין.⁵⁹ בעשור האחרון סין בוחנת הנפקתו של מטבע כזה (המכונה E-CNY), כאשר מאז שנת 2022 בחינה זו תפסה תאוצה בדמות פיילוטס לתשלום בו שנערכים בכמה מחוזות וכוללים 23 ערים בסין. היקף המטבע הדיגיטלי שהונפק במסגרת פיילוטס אלו הוא הגדול ביותר עד כה, ומגיע לכמעט טריליון דולר.⁶⁰

מטרתו היא ליישם את תפקידו של הבנק המרכזי הסיני לשפר את מערכת התשלומים ולספק לציבור הסיני אמצעי תשלום יעיל, נגיש וזול. גם כאן מוזכר החשש מפני השתלטות של חברות טכנולוגיה או אחרות על שוק אמצעי התשלום הפרטיים כמוטיבציה מרכזית לפיתוחו של המטבע הדיגיטלי. המטבע הדיגיטלי הסיני מונפק במודל הדו-נדבכי שתואר לעיל, מתוך ההבנה כי זהו המודל שישמור את המודל הקיים כיום – בו הבנק המרכזי מנפיק את המטבע המדינתי ומיישם מדיניות מוניטרית, והמערכת הפיננסית היא שמפיצה אותו באופן ישיר ללקוחות.

בנוסף לבחינה שכל מדינה עורכת בפני עצמה, קיימים גם הקשרים בין-לאומיים המשפיעים על כלל המדינות גם יחד, ובהם נדון כעת.

2. מטבע מדינתי דיגיטלי – היבטים חוצי גבולות

ההקשר הבין-לאומי הוא אחת הסוגיות המרכזיות שמעסיקות את הגופים הרגולטוריים הבין-לאומיים ביחס למטבע דיגיטלי מדינתי. הקשר זה מעלה שאלות רבות, החל משאלות פרוצדורליות כגון כיצד תתבצע סליקתו בעסקאות מט"ח, עבור דרך המידה והאופן של שיתוף הפעולה בין המדינות השונות בסטנדרטים ליצירתו, ועד לשאלות רחבות היקף ביחס לאפשרות ליצור מטבע דיגיטלי גלובלי.

היתרון המיוחס למטבע מדינתי דיגיטלי בהקשר זה הוא יכולתו לאפשר ביצוע עסקאות פיננסיות בין מטבעות מדינתיים שונים בקלות ובזול. כיום, אחד המכשולים הנטענים בשוק הפיננסי הגלובלי הוא היותן של עסקאות בין מטבעות שונים יקרות יחסית, מורכבות לביצוע ולעיתים גם דורשות זמן ארוך יחסית לאישורן. זאת משום שעסקה פיננסית בין שני בנקים

58 ראו BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM, MONEY AND PAYMENTS: THE U.S. DOLLAR IN THE AGE OF DIGITAL TRANSFORMATION (2022) <https://www.federalreserve.gov/publications/money-and-payments-discussion-paper.htm>

59 המתואר לגבי סין מתבסס על מסמך שנכתב על ידי מנהל מחלקת מטבע דיגיטלי מדינתי בבנק המרכזי הסיני. ראו Changchun Mu, *Theories and Practice of exploring China's e-CNY* (Dec. 28, 2022), <https://did.li/634CN>

60 ראו Marc Jones, *Central Bank Digital Currency Momentum Growing, Study Shows*, REUTERS (Sep. 17, 2024), <https://www.reuters.com/markets/currencies/central-bank-digital-currency-momentum-growing-study-shows-2024-09-17>

במדינות שונות צריכה לעבור כמה גורמים עד שהיא מאושרת. כך גם המרת מטבע במדינה אחת למטבע במדינה אחרת יוצרת חיכוך וכרוכה לרוב בעמלה גבוהה יחסית. מכשול זה גורם לאי־ביצוע של עסקאות בין מדינות, בפרט כמובן עסקאות קטנות. התקווה שנתלית בקיומו של מטבע מדינתי דיגיטלי, ככל שיתקבל במדינות מרכזיות, היא שביצוע עסקאות הכרוכות בהמרת מטבע או בהעברת כספים ממדינה אחת לשנייה יוכל להתנהל בקלות ובזול, שכן ינוהל באמצעות הטכנולוגיה שתאפשר זאת.⁶¹ השאיפה היא כי כך תתאפשר העברת כספים חוצת גבולות בצורה יעילה מזו המתאפשרת כיום.

עם זאת, בפן הגלובלי מתעורר חשש כי יצירת מטבע דיגיטלי במדינות מסוימות תוביל לכך שמטבע אחד ישתלט על הכלכלה במדינות אחרות. החשש כי מרבית האוכלוסייה במדינה מסוימת תעבור להשתמש במטבע שאינו המטבע המקומי (אלא למשל בדולר) הוא מוכר, בייחוד בשנות משבר (כגון אינפלציה גבוהה או חוסר אמון בבנק המרכזי). עם זאת, השימוש בדולרים פיזיים יכול להיות מורכב לעיתים, הן בשל הצורך בהשגתם והן בשל אי־היכולת להשתמש בהם בצורה דיגיטלית. מעבר למטבע דיגיטלי על ידי ארצות הברית לדוגמה יכול להוביל לשימוש נרחב בדולר הדיגיטלי במדינות שונות, על חשבון השימוש במטבע המקומי שלהן.

החשש הוא כי במצב כזה תפחת היכולת של המדיניות המוניטרית להשפיע על הכלכלה המקומית, בדומה למצב שבו מטבע פרטי ישתלט על הכלכלה המקומית, כמתואר לעיל. יתרה מזו, הכלכלה של אותה מדינה יכולה להיות מושפעת רבות מהמתרחש בארצות הברית, ומהמדיניות המוניטרית שלה, באופן שאינו מתאים בהכרח לאותה מדינה ואף עלול לפגוע בריבונותה. זהו החשש מדולריזציה של מדינות שונות, קרי מעבר של מרבית העסקאות המבוצעות בהן לשימוש בדולר כמטבע המוביל (ולא במטבע המדינתי). מצב כזה עלול לפגוע ביכולתה של אותה מדינה לנהל מדיניות מוניטרית עצמאית, שכן, כאמור לעיל, יכולת זו מותנית בקיומו הנפוץ של המטבע המדינתי בכלכלה; בלעדיו, לא ניתן ליישם מדיניות מוניטרית בצורה טובה. מדינה שתעבור דולריזציה מגבירה גם את החשיפה שלה לסיכונים שאינם תלויים בה, ובכלל לסיכונים מטבע.

מנגד, יש הרואים ביכולת לפתח מטבע דיגיטלי כיכולה לאפשר מעבר לכסף גלובלי, קרי כזה המונפק ברמה הגלובלית ולא על ידי כל מדינה דווקא כיתרון, אך אפשרות זו נראית רחוקה ומכל מקום חורגת מגדרי מאמר זה.

ו. ישראל – השקל הדיגיטלי

1. המודל המוצע בישראל

מאז שנת 2018 החל בנק ישראל לבצע מחקר מקיף יותר בנוגע לאפשרות של הנפקת שקל דיגיטלי ואף הוציא כמה דו"חות בנושא. ניתן לסווג את השאלות שמעסיקות את בנק ישראל

61 ראו Raphael Auer, Philipp Haene & Henry Holden, *Multi-CBDC Arrangements and the Future of Crossborder Payments*, BIS (Papers No. 115, 2021).

לשלוש קטגוריות מרכזיות: א. הקשר בין השקל הדיגיטלי למערכת הפיננסית – בקטגוריה זו נבחנות שאלות כגון האם תהיה לו השפעה חיובית על מערכת התשלומים, מהי ההשפעה הצפויה על מערכת הבנקאות, האם ההנפקה נדרשת בשל תחרות צפויה מצד מטבעות פרטיים וכן תפקידם הצפוי של המוסדות הפיננסיים. ב. ההיבט הטכנולוגי – כיצד בדיוק יונפק השקל הדיגיטלי. לכך ישנן השלכות גם על נושאים כגון פרטיות ומידת האנונימיות, וכן נושא העלויות. ג. מדיניות מוניטרית – האם יחולו בה שינויים לאחר ההנפקה. בנוסף לשלוש קטגוריות אלו קיים נושא נוסף, שבנק ישראל מודע לו אך מצהיר כי אינו עוסק בו בשלב זה, והוא הנושא המשפטי – האם קיימת לבנק ישראל סמכות בחוק הנוכחי להנפיק את השקל הדיגיטלי ואיזו חקיקה נוספת דרושה על מנת להסדירו. להלן נדון בשלושת הנושאים האלו (ההקשר הטכנולוגי יידון בקצרה).⁶² בנושא המשפטי נעסוק בתת-הפרק הבא.

המודל המוצע בישראל הוא המודל הדו-נדבכי שתואר לעיל. במסגרת מודל זה בנק ישראל ינפיק שקל דיגיטלי, אך לא יספק אותו ישירות לציבור. בנק ישראל יספק את השקל הדיגיטלי לגופים פיננסיים מהמגזר הפרטי בהתאם לקריטריונים שייקבעו (גופים כגון בנקים, חברות כרטיסי אשראי ועוד), והם יעבירו אותו לציבור.

הכוונה היא שגופים פרטיים אלו ינהלו את הממשק מול הלקוחות על פי כללי הרגולציה ויפתחו דרכים מתאימות לעשות כן, לרבות דרכי תשלום מתקדמות. הגופים הפרטיים יהיו ספקי שירותי תשלום בלבד. לכן נקבע כי הם לא יפתחו חשיפה מאזנית, אלא כל שקל שיקבלו יועבר ללקוחותיהם. מערכת השקל הדיגיטלי תאפשר בכל עת המרה למזומן או לפיקדונות בחשבון בנקאי. השקל הדיגיטלי יישא ריבית אפס, אך תישמר האפשרות לתשלום ריבית (כולל גביית ריבית שלילית) בעתיד. ריבית תוכל להיות דיפרנציאלית, כלומר להיות משולמת עד גובה החזקות מסוים, או רק ללקוחות מסוג מסוים (למשל, רק לגופים פיננסיים). בנק ישראל שומר את האפשרות גם להגביל את גובה החזקות בשקל הדיגיטלי, על מנת שלא לפגוע במקורות המימון של המערכת הבנקאית, כפי שפגיעה זו תוארה בפרק הקודם. יצוין כי מאחר שהגופים שספקו שירותי תשלום לא יוכלו לפתח חשיפה מאזנית, הם לא יוכלו להרוויח מפערי הריבית והנזילות (בדומה לבנק), אלא יצטרכו למצוא מקור מימוני אחר, אשר אליו בנק ישראל אינו מתייחס. חיוב בעמלות יכול להתגלות כבעייתי שכן הוא יפחית את התמריץ להשתמש בו.

מבחינה טכנולוגית, בנק ישראל עדיין אינו נוקט עמדה בשאלה האם השקל הדיגיטלי יבוצע בשיטה של רישום מרוכז – בדומה למצב כיום, או ברישום מבוזר. ניתן יהיה לטעון את השקל הדיגיטלי בצורות שונות, כגון באמצעות מזומן, העברה בנקאית ועוד. ניתן יהיה לשלם

62 הדיון בפרק זה מתבסס על המסמכים המרכזיים שפורסמו עד כה בבנק ישראל. **שקל דיגיטלי: טיוטת מודל וסוגיות לבחינה** (בנק ישראל, 2021); **השפעות פוטנציאליות של הנפקת שק"ד** (בנק ישראל, 2022); **פרסום עיקרי תגובות הציבור בנוגע לשק"ד** (בנק ישראל, 2022); **תרחישים אפשריים להחלטה על הנפקה של השקל הדיגיטלי** (בנק ישראל, 2023); **עקרונות ליצירת מכוונות ו"אפקט רשת" של השקל הדיגיטלי** (בנק ישראל, 2023). כל המסמכים נמצאים באתר בנק ישראל.

באמצעות השקל הדיגיטלי בדרכים שונות כגון טלפון חכם או כרטיס שיאפשר תשלום למי שאין לו טלפון חכם. המערכת תפעל גם בצורה לא מקוונת.⁶³ עלות התשלום תהיה אפסית או זניחה. ההחזקה בשקל הדיגיטלי והתשלום בו יתאפשרו לכל אזרח, וייתכן שאף לתיירים. המערכת תאפשר המרה משקל דיגיטלי למט"ח בצורה יעילה.

בנק ישראל טרם החליט בסוגיית הפרטיות, הדורשת לדבריו דיון ציבורי מעמיק, אך כן הצהיר בשלב הנוכחי כי השקל הדיגיטלי לא יאפשר אנונימיות מוחלטת, שכן עליו לעמוד בכללי איסור הלבנת הון. אפשרות המועלית היא כי ייערך שימוש בפרטיות מדורגת, קרי המידע לא יימסר לגופים פרטיים (אלא ברצונם של הלקוחות, ותמורת תשלום). בנק ישראל מדגיש כי ליכולת לבצע תשלומים לגיטימיים קטנים מבלי שהפרטיות נפגעת יש חשיבות לאזרחים שונים, ולכן יש לשמור עליה, בדומה למזומן כיום. אך כאמור הפרטיות לא צפויה להיות מלאה, מתוך כוונה לתמוך במדיניות הממשלה לצמצום התשלום במזומן ולמאבק בכלכלה "השחורה", שבמסגרתה לא מתבצעים תשלומי המס הנדרשים. בנק ישראל מדגיש כל העת בפרסומיו כי הוא ימשיך להנפיק מזומן (מטבעות ושטרות) גם לאחר הנפקת השקל הדיגיטלי, וכל עוד יהיה לו ביקוש בציבור הישראלי, והבנק מעריך כי קיומו תומך ביעילות מערכת התשלומים.

השיקולים הנשקלים על ידי בנק ישראל ככאלו שיכולים להוביל להחלטה על הנפקת שקל דיגיטלי דומים בעיקרם ליתרונות המתוארים לעיל. ראשית, הכוונה היא ליצור אלטרנטיבה בטוחה ויעילה לתשלום בעידן הטכנולוגי הנוכחי. זאת כאשר נוחות התשלום במזומן פוחתת, ומתעצם החשש כי השימוש במטבע פרטי כלשהו ייהפך לאמצעי תשלום מקובל הגובר על זה המדינתי.

בדו"ח שפורסם תיאר בנק ישראל כמה תובנות שעלו מניסוי שערך לשימוש בשקל דיגיטלי על גבי פלטפורמה מבוזרת.⁶⁴ תובנות אלו מעניינות שכן הן בודקות בפרקטיקה חלק מההמלצות שתוארו לעיל בספרות הכלכלית. למשל בניסוי נבחנו אפשרויות להטלת מגבלות על השימוש במטבע, לשימוש בו לצורך הספקה כנגד תשלום (באמצעות חוזה חכם), וכן לשמירה על רמה מסוימת של פרטיות. בניסוי, בנק ישראל הוגדר כמנהל של רשת התשלום (בלוקצ'יין) וכגורם היחיד בעל היכולת להנפיק מטבע דיגיטלי (או להשמידו), וארבעה ספקי תשלום הוגדרו כמאפשרים של פעולות על גבי הרשת. ספקי התשלום אינם מחזיקים את השקלים הדיגיטליים של לקוחות הקצה, אלא רק מעניקים ללקוח את הגישה לרשת, מאפשרים לזהות אותו ולהתחבר לכתובת שלו ומעבירים בשמו את הוראות התשלום. הניסוי לא בחן כיצד השיג כל לקוח את השקלים הדיגיטליים, אלא הם פשוט נמצאו ב"חשבוננו". התשתית שהוקמה לצורך הניסוי תמשיך לשמש את בנק ישראל לשם המשך הבחינה לקראת הנפקת שקל דיגיטלי.

63 האפשרות לשלם גם באופן לא מקוון נחשבת לכזו שתחזק מאוד את מעמדו של המטבע הדיגיטלי כאמצעי תשלום. ראו הדו"ח, לעיל ה"ש 21.

64 פרויקט השקל הדיגיטלי – ניסוי טכנולוגי על גבי פלטפורמה מבוזרת (בנק ישראל, 2022).

2. המסגרת המשפטית לשקל הדיגיטלי בישראל

על מנת לקבוע את המסגרת המשפטית המתאימה להנפקת שקל דיגיטלי, יש ראשית לבחון האם חוק בנק ישראל הנוכחי והחקיקה הנלווית לו (להלן ביחד: "חקיקה מוניטרית") מסמיכים את בנק ישראל להנפיק מטבע דיגיטלי מדינתי ולנהלו. לאחר מכן יש לבחון האם החקיקה המוניטרית הקיימת תכיר במטבע הדיגיטלי כהילך חוקי במדינה (בדגש על היותו דיגיטלי). מטבע הדברים, לקראת הנפקת שקל דיגיטלי יתעוררו שאלות משפטיות רבות נוספות הנובעות למשל מתחום האיסור על הלבנת הון ומימון טרור, מתחום דיני הקניין (איך ניתן להוכיח בעלות במטבע דיגיטלי), מתחום דיני הפרטיות ועוד. שאלות אלו אינן נבחנות במאמר זה, העוסק רק בשאלות הנוגעות לחקיקה המוניטרית.⁶⁵

השאלה הראשונה לכאורה פשוטה – ניתן לקרוא את חוק בנק ישראל ולדעת האם הוא מוסמך להנפיק מטבע דיגיטלי, או שבנק ישראל מוגבל רק להנפקת מטבעות ושטרות פיזיים. בחינה כזו של החוק התשתיתי של הבנק המרכזי מומלצת גם במאמר שנכתב על ידי המחלקה המשפטית של קרן המטבע הבין-לאומית (אם כי כנהוג, אינו משקף בהכרח את עמדת הקרן). ס' 3 לחוק בנק ישראל קובע את מטרות הבנק ומגדיר את יציבות המחירים כמטרה מרכזית ובנוסף לה תמיכה במטרות נוספות של הממשלה וכן יציבות המערכת הפיננסית. סעיף זה אינו מתייחס בצורה ישירה להנפקת מטבע, אלא משמש הגדרה כללית לסעיפים הפרטניים יותר בהמשך החוק. ס' 4 לחוק קובע את תפקידיו של בנק ישראל, כאשר החלק הרלוונטי לענייננו הוא ס' 4(6) לחוק הקובע כי אחד מהתפקידים יהיה "להנפיק מטבע, להסדיר את מערכת המזומנים במשק ולכוונה". מסעיף זה נדמה כי הסמכות שהוענקה לבנק ישראל נוגעת אך ורק למזומנים (קרי, שטרות ומטבעות), ואינה סמכות כללית יותר. בפרשנות זו תומכים גם ס' 42 ו-44 לחוק, המתייחסים לסמכותו לגבי שטרות ומעות – לקבוע את צורתם וכן לאסור על כל גורם אחר להנפיקם כתחליף מטבע.

מצד שני, ס' 41 לחוק קובע כי "הבנק רשאי להוציא ולחזור ולהוציא מטבע" וכן כי "מטבע שהוציא הבנק יהא הילך חוקי בישראל כדי הסכום הנקוב בו". סעיף זה תלוי אפוא בהגדרת מטבע – ככל שהגדרה זו כוללת התייחסות אך ורק למטבע פיזי (מטבעות ושטרות), כי אז סמכותו של הבנק אינה כוללת הנפקת מטבע דיגיטלי.

הגדרת מטבע בס' 1 לחוק מפנה לחוק השקל החדש. ס' 1(א) לחוק השקל החדש קובע כי "המטבע של ישראל יהיה שקל חדש". הסעיף שותק בנוגע לאופיו של המטבע. ניתן להניח כי המחוקק בשנת 1985 ראה לנגד עיניו מטבעות ושטרות, אך לא מטבעות דיגיטליים. בהיעדר הגבלה מפורשת של מטבע לשטרות ומעות, אפשר אפוא לפרש את הסעיף כאשר מטבע כולל את כל סוגי ה"מטבע". לפי פרשנות זו, סמכותו של בנק ישראל בחוק בנק ישראל אינה מוגבלת אף היא לשטרות ומעות, אלא יכולה לכלול את כל סוגי המטבע הנדרשים, לרבות מטבע דיגיטלי.

65 עיסוק בשתי שאלות אלו תואם את הגישה שהובעה במאמר שנכתב על ידי קרן המטבע הבין-לאומית: Wouter Bossu et al., *Legal Aspects of Central Bank Digital Currency: Central Bank and Monetary Law Considerations*, IMF (Working Paper Legal Department 2020/254), <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2020/11/20/Legal-Aspects-of-Central-Bank-Digital-Currency-Central-Bank-and-Monetary-Law-Considerations-49827>

מצד שלישי, ס' 2 לחוק העוסק בביטולו של השקל, ההילך החוקי שקדם לשקל החדש, מתייחס רק לשטרות ומעות. כך גם בעניין קופל פורש "מטבע" כמתייחס למטבע פיזי, קרי שטרות ומעות.⁶⁶ בס' 13 לפסק הדין קובע בית המשפט כי "שקלתי את טענות המערער ועיינתי במקורות אליהם הפנה, ואיני סבור כי עלה בידו להוכיח כי הביטקוין עבר את המשוכה הנדרשת על פי חוק בנק ישראל באשר להגדרת "מטבע" ו"מטבע חוץ" ולפיה למטבע יהיה, בראש ובראשונה, ביטוי פיזי – מוחשי בדמות של שטר או מעה". ולאחר מכן מוסיף בס' 15: "אין חולק כי ליחידות ביטקוין שהינן רשומות מחשב אין היבט מוחשי-פיזי כלשהו ועל כן אינן עונות על הגדרת "מטבע חוץ" בחוק בנק ישראל לפיה יהיו אלה 'שטרי כסף או מעות'. אכן, כפי שטוען המערער 'הכסף' המוחזק בידי הבנקים ובידי הציבור אינו בהכרח כסף מסוג של שטרי כסף או מעות, דהיינו כסף מזומן... עם זאת, גם כסף זה עדיין מבטא, באופן ישיר או עקיף, 'מטבע', דהיינו שטר או מעה". בהמשך פסק הדין מתייחס בית המשפט בקצרה לאפשרות להנפקת מטבע דיגיטלי, אך אינו קובע מסמרות בנוגע לכך. מכל מקום, אין ספק כי בנוסף לשינוי חקיקתי אפשרי בנוגע ליכולת להנפיק מטבע דיגיטלי, יצטרך להיערך גם שינוי חקיקתי בהגדרת ההילך החוקי.

שאלות נוספות נוגעות להחלטות שיהיה צורך לקבל בנוגע לשקל הדיגיטלי. למשל, אם ייקבע שיש לשים מגבלה על כמות השקל הדיגיטלי המיוצר – מי יקבע אותה ועל פי אילו קריטריונים? האם במצב של ריצה אל המערכת הפיננסית, הבנק המרכזי ישמש המוצא האחרון גם לגבי הספקה של שקל דיגיטלי? ואם כן, האם מדובר בהספקה למערכת הפיננסית עצמה (כפי המצב כיום), או ישירות לאזרחים? לכאורה, אם המודל הוא דו-נדבכי, אז בעצם אין שום שינוי לעומת המצב כיום – שבו גם כך הכסף שעובר בין הבנק המרכזי לבנקים הוא דיגיטלי (רזרבות). אבל הדבר תלוי גם בשאלה האם ניתן יהיה "למשוך" את השקל הדיגיטלי מהבנק – הרי כיום כשהכסף בפיקדון, צריך להמיר אותו לכסף מדינתי כדי לקבל מזומן. האם בשקל הדיגיטלי עדיין תידרש המרה כזו או דומה? כלומר, האם השקל הדיגיטלי יהפוך לפיקדונות בנקאיים, שבתורם יגדילו את כמות הכסף באמצעות הלוואות, או שהשקל הדיגיטלי יישמר בבנק כפי שהוא – בתור כספת, כך שהבנק לא יוכל להשתמש בו להלוואות. מצב כזה כמובן יהווה את סופה של שיטת הרזרבה החלקית, שעליה בנויה המערכת הפיננסית כיום. בשונה מהפקדת מזומן בבנק בתהליך שהופך אותו לפיקדון ולכן לנכס דיגיטלי, בשקל הדיגיטלי אין בכך צורך.

ז. סיכום: השקל הדיגיטלי – "כסף", ולא רק אמצעי תשלום

קריאת הצפי המתוכנן לשקל הדיגיטלי מעלה מסקנה ברורה: התפיסה המסורתית של כסף נשארת, למרות השינוי הטכנולוגי. מסקנה זו מתבססת על הדאגות המטרידות את הבנקים המרכזיים ואת הספרות, וכן על הפתרונות שהם מציעים, כפי שתוארו בפרקים הקודמים, וכן על הבחירות שמתכנן לערוך בנק ישראל. הבחירות לגבי כסף דיגיטלי דומות למצב הקיים

66 עניין קופל, לעיל ה"ש 25.

כיום: בנוגע לתפקיד הבנקים/המערכת הפיננסית, בנוגע לתפקידו של הבנק המרכזי, בנוגע לתפקידו של הכסף.

ניתן לראות כי כסף נתפס בעיקר כאמצעי תשלום. לא זאת בלבד, אלא שמטרתו המרכזית העתידית של השקל הדיגיטלי היא להוות אמצעי תשלום יעיל. כך גם האתגרים המוצגים כקיימים בנוגע למעבר לשקל דיגיטלי עוסקים כולם בשאלה כיצד לאפשר לו להיות אמצעי תשלום נוח נוסף. זאת בהתאם לגישה המקובלת ביחס למטבע דיגיטלי מדינתי, עליו נאמר כי:

Retail CBDCs are thus sometimes seen as "digital cash" – another form of central bank money available to the public.⁶⁷

בבחינת המטבע הדיגיטלי המדינתי מתמקדים למשל בנוחות השימוש בו, בהשפעתו על יתר אמצעי התשלום, באנונימיות שהוא יוכל לאפשר. כל אלו הם שיקולים חשובים כמובן, אך הם מתייחסים לבעיות הנוגעות להיותו של המטבע הדיגיטלי המדינתי אמצעי תשלום. הם אינם מתייחסים ליתרונות עתידיים שיוכלו להיות מופקים מכסף דיגיטלי, ולא רק כאמצעי תשלום תוך הפרדתו מהתפקידים הנוספים של כסף כשומר ערך ומודד ערך. כלומר, המעבר מכסף פיזי לכסף דיגיטלי משמר את ההסתכלות על כסף כאמצעי תשלום בלבד. עולה מכך כי השינוי הטכנולוגי אינו "מנוצל" לבחינה מעמיקה של השאלה מהו כסף, לא כל שכן לבחינה מחודשת של מה השפעותיו של "כסף" על הכלכלה והחברה, באופן שיכול היה לאפשר לחשוב על כסף חדש. אולי כסף שיכול לשרת בצורה טובה יותר את הכלכלה, שלא רק בדרך של אמצעי תשלום. אמנם לעיתים שינויים, גם טכנולוגיים, יכולים להוות פלטפורמה לשינויים עמוקים יותר, אך בנוגע לשקל דיגיטלי נראה כי התכנון הוא לשמור על המצב הקיים – למעט עצם המעבר משטרות לארנק דיגיטלי – וללא שינויים אחרים. במובן זה קיים דיסוננס בין האופן שבו מוצג המעבר למטבע דיגיטלי על ידי העוסקים בכך, לבין השינוי שיתרחש בפועל.

זאת מוכיחה גם העובדה כי הבחינה המרכזית שנערכת לגבי ההשלכות של השקל הדיגיטלי נוגעת להשפעותיו האפשריות על המערכת הבנקאית ועל מדיניות מוניטרית, וכפועל יוצא מכך – בשאלה כיצד ניתן לצמצמן. המטרה של העוסקים בשקל הדיגיטלי היא להפחית את הפגיעה האפשרית ביציבות הפיננסית. כמובן שמטרה זו מבורכת, שכן משבר פיננסי הוא הרסני גם לכלכלה הריאלית. עם זאת, על מנת לצמצם את הפגיעה ביציבות הפיננסית נעשה מאמץ לשמור על המערכת הבנקאית כפי שהיא. בשם השמירה על היציבות, לא נבדק אף שינוי שיכול להשפיע על המערכת הפיננסית גם בדרכים שיובילו לשיפור, אלא, הכוונה היא לשמור על מעמדה של המערכת הבנקאית כפי שהיא. למעשה מתבהר פחד גדול משינוי. באופן דומה, ההסתכלות על השפעותיו על המדיניות המוניטרית נעשית מתוך מטרה לצמצם השפעות אלו ככל שניתן. גם כאן, הראייה של מדיניות מוניטרית ככזו שפועלת לטובת הכלל, ולכן יש לוודא כי היא ממשיכה כפי שהיא פועלת כיום, היא הראייה שמובילה לצמצום ההשפעות של השקל הדיגיטלי, וכתוצאה מכך ליצירתו באופן דומה ככל האפשר לאמצעי התשלום הקיימים כבר כיום. אחת המעלות שמיוחסות למודל הדו־נדבכי היא שהוא מאפשר לשמר את המערכת

67 ראו BIS ANNUAL ECONOMIC REPORT 2022, לעיל ה"ש 23, בעמ' 98.

הפיננסית כפי שהיא כיום, עם השינויים המינימליים ביותר הדרושים לשם הכנסת אמצעי תשלום נוסף.

עולה מהאמור כי הנחת המוצא של העוסקים בתחום המטבע הדיגיטלי היא כי יש לשמר את הקיים. הנחת המוצא היא שהמערכת הבנקאית והמדיניות המוניטרית הקיימות כיום הן טובות, ולכן גם בהינתן שינוי טכנולוגי כלשהו, יש לעשות כל שניתן כדי לשמור על הקיים.⁶⁸ זוהי הנחת מוצא שמרנית. היא אינה מאפשרת "מחשבה מחוץ לקופסה" על שאלות כגון האם כדאי לשפר את המערכת הפיננסית הקיימת, כיצד ניתן לשנותה והאם ניתן לעשות זאת באמצעות הנפקת מטבע דיגיטלי.

וידוגש, קיימת ביקורת רבה על המערכת הפיננסית הנוכחית – הן מההיבט של חשיפתה למשבריות, והן מההיבט של היותה מחזקת אי־שוויון. אחת מהבעיות המרכזיות של המערכת הפיננסית הנוכחית היא היותה גורם רווח לשכבות העשירות יותר באוכלוסייה. מסקנה זו הועלתה בכתביה רבה לאחר המשבר הפיננסי של שנת 2007, וגם בישראל.⁶⁹ כתוצאה בלתי מכוונת של המערכת הפיננסית הנוכחית היא פועלת להגדלת עושרם של העשירים.

כיום המערכת הפיננסית מופעלת בעיקר על ידי "השוק" – הגופים הפיננסיים הפרטיים הם שמחליטים כמה אשראי לתת, למי לתת את האשראי ובאיזו ריבית, ואילו הבנק המרכזי מספק את התשתית לפעילות הכלכלית – יוצר את הכסף המדינתי ואת המדיניות המוניטרית. גם הנפקתו של השקל הדיגיטלי, ושל מטבע מדינתי דיגיטלי בכלל, מיועדת לשמור על חלוקת התפקידים המסורתית שבין המדינה לשוק בהקשר הכלכלי.⁷⁰

אולם, ההחלטות המופקדות בידי המערכת הפיננסית הן בעלות השלכות משמעותיות על אופייה של הכלכלה. למשל, ניתן לחשוב על מצב שבו המערכת הפיננסית מעדיפה סקטורים מסוימים על פני אחרים – למשל, מעדיפה לתת אשראי לחברות סטרטאפ לעומת חקלאות, או

68 ראו למשל הדברים הבאים ביחס למטבע המדינתי הדיגיטלי הסיני, אך המשקפים הלך רוח מקובל בקרב בנקים מרכזיים: "With the adoption of the two-tier operational system, the e-CNY system can minimize its impact on the financial system while keeping a level playing field. It would not change the current currency circulation system and not disrupt – the proven two-tier architecture of the monetary system, thus be neutral to competition in the savings market. In other words, a two-tier CBDC would not [...] change the current creditor – debtor relationships in currency circulation" מתוך *Theories and Practice of exploring China's e-CNY*, לעיל ה"ש 59, בעמ' 5.

69 ראו, בין היתר, ATIF MIAN & AMIR SUFI, HOUSE OF DEBT: HOW THEY (AND YOU) CAUSED THE GREAT RECESSION, AND HOW WE CAN PREVENT IT FROM HAPPENING AGAIN (2014); THOMAS PIKETTY, CAPITAL IN THE TWENTY-FIRST CENTURY (2017); Tamara Lothian & Roberto Mangabeira Unger, *Crisis, Slump, Superstition and Recovery: Thinking and Acting Beyond Vulgar Keynesianism*, COLUMBIA LAW & ECONOMICS (Working Paper no. 394, 2011), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1780454.

70 ראו למשל את הקביעה המסכמת, לאחר תיאור מקיף של המערכת המוניטרית העתידית: "The future monetary system builds on the tried and trusted division of roles between the central bank – which provides the foundations of the system – and private sector entities that conduct the customer – facing activities" מתוך BIS ANNUAL ECONOMIC REPORT 2022, לעיל ה"ש 23, בעמ' 90.

לחנויות בגדים אינטרנטיות על פני בתי קפה. ייתכן שבשיקולים הצרים של המערכת הפיננסית – הבודקת בעיקר את יכולת ההחזר ושיעור הרווח מההלוואה – ההחלטה המתקבלת היא לגיטימית לגמרי. אולם תוצאותיה עשויות להיות שחברה מסוימת תהיה ללא כושר ייצור חקלאי וללא בתי קפה בחוצות הערים (בוודאי שלא בתי קפה שכונתיים). לכן, מה לגבי שיקולים חברתיים רחבים יותר? בעוד התערבות המדינה בצורה ישירה באשראי נתפסת, בעשורים האחרונים, כלא רצויה, ייתכן שהשקל הדיגיטלי יאפשר התערבות נקודתית וממוקדת. במובן זה, יצירתו של מטבע דיגיטלי מדינתי יכולה לפתוח פתח לחשיבה מחודשת על חלוקת התפקידים המסורתית שבין שוק למדינה.

כאן מתעוררת השאלה הנצחית הנוגעת למי טוב לשמר את הקיים. את מי משרת החידוש הנוכחי, כאשר הוא נשמר בגבולות גזרה מצומצמים מאוד, של חידוש טכנולוגי בלבד. שאלה זו חורגת מגדרי מאמר זה, אך ניתן לחשוב על אלו שנהנים מהמערכת הפיננסית הנוכחית ולכן הם בעלי אינטרס לשמר אותה. בעוד המעבר למטבע דיגיטלי מוצג כשינוי משמעותי, בחינה מעמיקה שלו מראה כי מדובר בשינוי טכני אשר אינו מנצל את מלוא הפוטנציאל שיכול להיות גלום בו לצורך שינוי מהותי.⁷¹

לצורך כך יש להתרחק מההגדרה של מטבע דיגיטלי מדינתי כאמצעי תשלום, ובכלל, להרחיב את ההגדרה של כסף לא רק לאמצעי תשלום (שהוא ללא ספק אחד מתפקידיו החשובים של כסף) גם אל הגדרה הרואה את הכסף כאשראי.⁷² פיתוחו של מטבע דיגיטלי מדינתי יכול לאפשר לא רק אמצעי תשלום נוסף, זול ויעיל יותר אשר יתחרה בקריפטו הפרטי, אלא גם לאפשר שינוי של אופן חלוקת האשראי בכלכלה.

מטבע דיגיטלי מדינתי אינו זהה לאמצעי התשלום הקיימים, למעט מזומן. אמצעי התשלום האחרים כגון צ'ק, כרטיס אשראי או ארנק דיגיטלי הם רק דרך להעברת תשלום ממקום אחד למקום שני. כסף מדינתי, לעומת זאת, ובכלל זאת גם כסף דיגיטלי מדינתי, הוא מעבר לכך – הוא משמש ליצירת כסף/אשראי נוסף. לכן, בהנפקת שקל דיגיטלי חדש יש להסתכל לא רק על הדרך להפוך אותו לאמצעי תשלום טוב יותר, ולא רק על האתגרים שהוא יציב למערכת הפיננסית הנוכחית, אלא גם על דרכים חדשות להשתמש בכסף כאשראי לשם הגברת צמיחה כלכלית כוללת. קרי, לא רק צמיחה כלכלית הנובעת משימוש באמצעי תשלום יעיל יותר שמאפשר עסקאות רבות יותר תוך הפחתת עלויות העסקה, אלא צמיחה כלכלית המבוססת על הפניית אשראי למקום המיטבי מבחינה כלכלית וחברתית. הראייה הנוכחית היא צרה מדי ונובעת מהזהות (השגויה) בין "כסף" לבין "אמצעי תשלום". כסף אינו רק אמצעי תשלום – שקוף, אלא יש לו השלכות חברתיות ופוליטיות רחבות.⁷³ בהיותו של מטבע דיגיטלי מדינתי –

71 ראו Raphael Auer et al., *Central Bank Digital Currencies: A New Tool in the Financial Inclusion Toolkit?*, FSI INSIGHTS 41, BIS (2022), <https://www.bis.org/fsi/publ/insights41.htm>.

72 לבסיס התאוריה ראו A. Mitchell Innes, *The Credit Theory Of Money*, 31 BANKING L.J. 151 (1914); A. Mitchell Innes, *What Is Money*, 30 BANKING L.J. 377 (1913).

73 על ההשלכות הפוליטיות של הכסף ראו למשל Jonathan Kirshner, *The Inescapable Politics of Money*, in *MONEY ORDERS* 3 (Jonathan Kirshner ed. 2003); Roy Kreitner, *Money in the 1890s: The Circulation of Politics, Economics, and Law*, 1 U.C. IRVINE L. REV. 975 (2011).

כסף, הוא יהיה בעל השפעות דומות. לכן, יש להכיר בכך מראש, ולנצלן באופן שיאפשר את הפקת המרב משינוי זה.

ההנחה שלי היא כי בפנינו הזדמנות שבה נוצר דבר פיננסי חדש, אשר יכול לשמש לשיפור המצב הקיים. זוהי הנחת מוצא שונה לגמרי מההנחה השמרנית המאפיינת כיום את העוסקים בתחום והמכוונים לשמירה על המערכת הפיננסית הקיימת ולטיוב אמצעי התשלום שבה. הנחת מוצא חדשנית יותר יכולה לשאול מה ניתן להשיג מיצירת שקל דיגיטלי לטובת הכלכלה והחברה, באופן רחב יותר מרק אמצעי תשלום נוסף, וכיצד ניתן להשיג זאת. לצורך כך דרוש שינוי תפיסתי לגבי מהו כסף, מהי המערכת הפיננסית וכיצד הם יכולים לשמש לרווחה ולשגשוג ברי־קיימה, ולא רק לצמיחה כלכלית של חלק (קטן) מהאוכלוסייה.

לדעתי, יצירת השקל הדיגיטלי כשינוי טכנולוגי בלבד, כך שבמקום נייר לשטרות תהיה אפליקציה לכסף דיגיטלי, מחמיצה הזדמנות לשינוי מהותי יותר של כסף, של המערכת הפיננסית ושל מדיניות מוניטרית. אולי מוטב לנצל את ההזדמנות שנוצרה בשל הטכנולוגיה החדשה לחשיבה מחדש על כסף, על המערכת הפיננסית ועל החיים – כלכליים ושאינם כלכליים.