

# THE LANDAU REPORT

גיליון מס. 128

## החוליה החסרה: תעלומת השקל החזק – ומה ניתן, וצריך, לעשות בנידון?

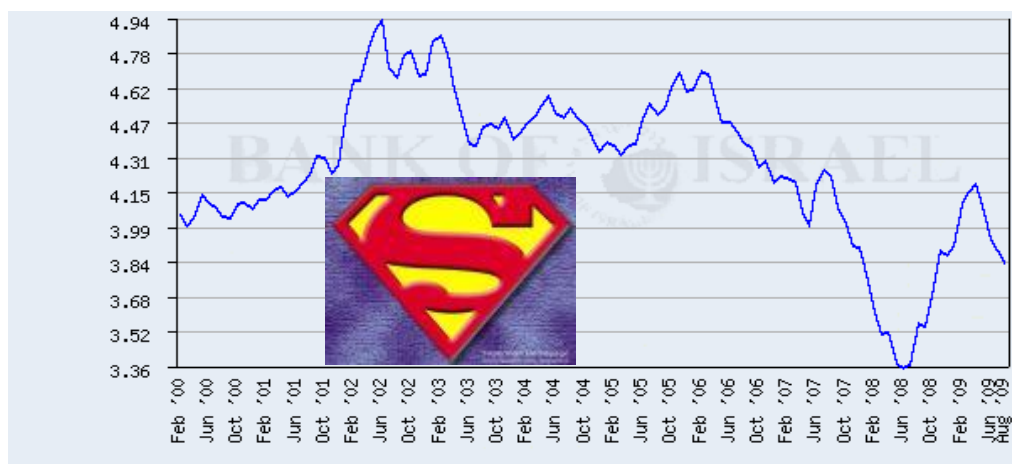
### חלק 1: תופעת ה"סופר-שקל" – ולמה החוזק הכרוני של השקל מהווה בעיה רצינית

#### פרק א': תמצית תולדות "סופר-שקל"

קוראים ותיקים של הניוזלטר הזה בוודאי יזכרו שטבעתי את המונח "סופר-שקל" לראשונה עוד בשנת 2001, כדי לתאר את העוצמה הבלתי-רגילה של המטבע הישראלי. באותה תקופה – כאשר הכלכלה הישראלית צללה לתוך מיתון חסר-תקדים באורכו ובעומקו, כאשר מסע פיגועי ההתאבדות שהשתולל בערי ישראל הלם קשות במשק המקומי, ואחרי שה-"tech-wreck" כבר הוריד מהפסים את רכבת ייצוא ההיי-טק – היה נראה מוזר, וכמעט בלתי-ניתן-להסבר, שהשקל הוא המטבע החזק ביותר בעולם. ברם, מכיוון שהשקל עלה לעומת הדולר בזמן שהדולר היה במגמת עלייה לעומת כמעט כל יתר המטבעות, לא הייתה זו אלא המציאות העובדתית.

אולם כבר בשנה שאחרי-כן, הכלכלה הישראלית הידרדרה עד כדי אובדן שליטה; והכינוי "סופר-שקל" הפך להיות בדיחה גרועה: השקל צלל לרמתו הנומינלית הנמוכה ביותר אי-פעם ביחס לדולר, בנגעו ברמה של 5.00 ש"ח לדולר באמצע 2002 (ראה תרשים 1). אבל, בדומה לכל סופר-גיבור מהיקומיקס – "סופר-שקל" לא מת. אולי זה היה הרושם שנוצר, אבל הגורל יעד אותו לחזור. הדבר התרחש באופן הדרגתי, כאשר הכלכלה הישראלית נכנסה לתקופת הצמיחה המהירה הארוכה ביותר בתולדותיה; ובפעם הראשונה בהיסטוריה שלה, היא הגיעה למצב של עודף בחשבון השוטף – עודף שצמח שנה אחר שנה.

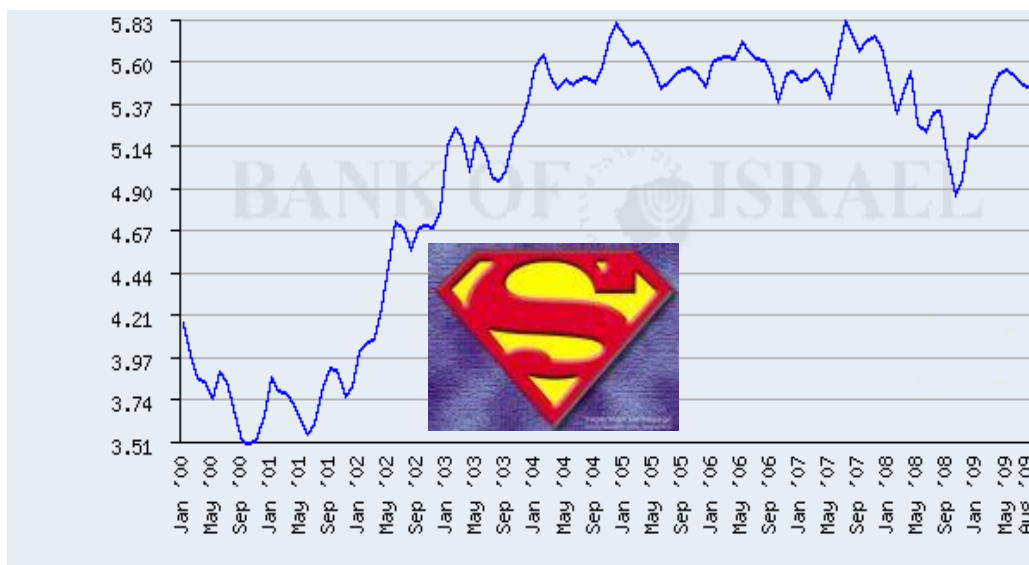
#### תרשים 1: ש"ח / דולר: שערי חליפין יציגים, ממוצע חודשי ינואר 2000 – אוגוסט 2009



המקור: אתר בנק ישראל.

ובכל-זאת, במהלך השנים הראשונות של תקופת הגאות ההיא, לא גילה השקל עוצמה משמעותית. הייתה זו תקופה של חולשת הדולר בשוק הגלובלי, אבל אפילו לעומת המטבע האמריקני נסחר השקל בתוך טווח מחירים צר למדי: בין 4.25 ל-4.70 ש"ח, בתקופה אשר בין 2003 ובין אמצע 2006. לעומת היורו (ראה תרשים 2), שהיה בתנופה חזקה נגד הדולר באותן שנים, הגיע השקל לרמה של 5.50 ש"ח בתחילת 2004 ונסחר בטווח של 5.40 ש"ח עד 6.00 ש"ח במשך התקופה 2004–2007.

### תרשים 2: ש"ח / יורו שערי חליפין יציגים, ממוצע חודשי ינואר 2000 – אוגוסט 2009



בפיתול אירוני, מהסוג האופייני לסאגה של "סופר-שקל", פרץ המטבע הישראלי ממסלול הקיום המשעמם שלו, נוסח קלארק קנט, בדיוק בזמן הפחות-מתאים שיכול להיות – בעקבות מלחמת-לבנון השנייה (יולי-אוגוסט 2006). מדובר בתקופת פעולות-האיבה הארוכה ביותר בתולדות מדינת ישראל, כאשר החלק הצפוני של המדינה – לרבות הנמל הראשי, חיפה – היה משותק, ברובו, במשך חודש ויותר.

אולם עד מהרה התחוויר, כי התנופה היסודית של הצמיחה הכלכלית לא סבלה מהשפעה שלילית כלשהי. מאז והלאה – כאשר נקודת-המפנה חלה ממש במהלך המלחמה – ערכו של השקל החל לעלות. במשך כשנה, התפתחות זו הוסוותה על-ידי הירידה הכללית בערכו של הדולר לעומת רוב המטבעות בעולם, כך שבמונחי יורו ערכו של השקל לא עלה – ואפילו ירד במקצת בתחילת קיץ 2007. אולם עם התחלת המשבר הפיננסי העולמי ביולי 2007, אשר התרחש במקביל לשינוי במגמה העיקרית של הדולר, השקל התחיל לגלות כוח אוטונומי – וברמה חסרת-תקדים.

השנה שבין יולי 2007 ובין יולי 2008 – אשר כבר סומנה בהיסטוריה הפיננסית של העולם כתקופה שבין התמוטטות קרנות הגידור של Bear Stearns (המאורע שהצית את המשבר הפיננסי) ובין ערב הלאמתם של Fannie Mae/Freddie Mac, התמוטטות Lehman Brothers והצלת AIG, (המאורעות שהציתו את המשבר הכלכלי הגלובלי) – הייתה גם השנה שבה השקל הפגין העוצמה הגדולה ביותר. ביחס לדולר, עלה השקל מרמת שפל של 4.33 ש"ח באוגוסט 2007 לרמתו הגבוהה ביותר מזה כ-11 שנים: 3.20 ש"ח, ביולי 2008. מול היורו, שהתחיל לרדת לעומת הדולר במשך תקופה זו, השקל עלה ממחיר שפל של כמעט 6.00 ש"ח בהתחלת אוגוסט 2007 אל רמת שיא של כמעט 5.00 ש"ח בהתחלת יולי 2008.

המהפך בעוצמתו האוטונומית של השקל ביולי 2008, וירידת ערכו מאז ועד לאפריל 2009 (מ-3.20 ש"ח ל-4.25 ש"ח תמורת דולר), היה מושפע בחלקו, ככל הנראה, מהמשבר הכלכלי-עולמי – ומהבריחה, שד רבן אותה המשבר, לעבר הדולר ואל מטבעות אחרים שנחשבו לחוף מ בטחים". אולם השקל עצמו נפקד, במשך התקופה ההיא, כאחד מאותם חופי מ בטחים". ירידת ערכו, איפוא, חלה בעיקר כתוצאה של החלטה מודעת של בנק ישראל – שהתקבלה במקור במאוס 2008, אבל הורחבה במידה רבה ביולי 2008 – ולפיה הבנק יתערב שיטתית בשוק מטבע-החוץ, על-ידי רכישת דולרים. מאמצע יולי 2008 עד תחילת אוגוסט 2009, הבנק המרכזי הישראלי רכש 100 מיליון דולר בכל יום-מסחר (50 מיליון בימי שישי); כך שרזרבות המט"ח של המדינה גדלו, במשך התקופה ההיא, בסך כ-24 מיליארד דולר.

אבל גם מהפך זה במדיניות אי-ההתערבות בשוק המט"ח, אשר בה דגל הבנק המרכזי במשך עשור ויותר, התברר כבלתי-מספיק כדי להכניע את עוצמתו של "סופר-שקל". במשך קיץ 2009 – כאשר המשקים והמערכות הפיננסיות בישראל ובעולם יצאו בהדרגה מהתקופה הטראומטית אשר הם עברו מאז ספטמבר אשתקד – החל השקל להתאושש ולהתגבר מחדש, וערכו לעומת המטבעות העיקריים טיפס שוב. מרמות שפל, 4.25 ש"ח לעומת הדולר ו-5.63 ש"ח לעומת היורו ב-25 לאפריל – השקל טיפס אל 3.74 ש"ח ו-5.35 ש"ח ב-3 לאוגוסט. ובכך, "סופר-שקל" הכריח את בנק ישראל שוב לעדכן את מדיניותו; הפעם בכיוון התערבות גמישה ובלתי-מוגבלת, ביישום אד הוק – במקום ההתחייבות המתמשכת והקבועה-מראש אשר הוא הפעיל לאורך השנה הקודמת. אבל אפילו השינוי באסטרטגיה ובטקטיקה של ההתערבות היה מסוגל רק לבלום או לספוג את הלחץ הבסיסי שדחף את ערך השקל לכיוון מעלה – וזאת למרות העובדה שבחודש הראשון אשר בו הופעלה, גמעה המדיניות החדשה את הכמות הגדולה ביותר של דולרים בחודש בודד מאז הפעלתה (רכישות בלמעלה מ-4 מיליארדי דולר).

## פרק ב': למה זה משנה – ולמי זה משנה?

השאלה המרכזית העולה מסקירת ההרפתקאות של "סופר-שקל" שנפרסה לעיל, היא – אז מה? אמנם נכון, שער החליפין הוא נושא מעניין ואף חשוב למוסדות פיננסיים ובפרט לסוחרים. ובאותה מידה ברור שהשער מאוד משנה ליצואנים, מכיוון שהוא קובע את גובה הכנסותיהם ועל-כן גם את הרווחים שלהם. אך האם זה משנה לכלכלה ברמת המאקרו – ואם כן, למה?

יתר-על-כן: האם זה משנה לאזרח מן השורה, למי שהכינוי ההמוני שלו הוא "האזרח הקטן"? אמת היא, שלישראלים יש נטייה לעקוב בקפדנות אחרי שער החליפין של המטבע שלהם. יש להם דרך ייחודית במינה (עד כמה שידוע לי) לעשות זאת על-ידי השאלה השגרתית, "מה עם הדולר?" – כאשר כוונתם האמיתית היא "מהו ערכו של השקל לעומת הדולר?" האם אין זה אלא שריד מתקופת ההיפר-אינפלציה, כאשר למעשה הכלכלה כולה הייתה צמודה דה פאקטו לשער החליפין היומי? או האם השאלה הנפוצה משקפת צורך אמיתי לדעת? – מצב שונה מאוד מזה הקיים בארצות-הברית או ביפן או אפילו בגוש היורו; שם, אנשים יכולים לנהל את חייהם היום-יומיים באי-ידיעה מענגת לגבי העליות והירידות של המטבע שלהם.

## שער החליפין כאינטרס לאומי חיוני

אני טוען שלפחות בכל הנוגע לרמת המקרו, שער-החליפין הינו בעל חשיבות חיונית ביותר; גם אם לא בנוגע לחיי יום-יום, הרי שבוודאי בנוגע לטווח הארוך. חשיבות זו מוכרת על-ידי המערך הממשלתי – חברי-כנסת, שרים, פקידים בכירים – ועל-כן יש לה השלכות פוליטיות ישירות, במיוחד מאחר שניתן לתרגם אותה במהירות ובקלות לרגשות פופולריים (ופופוליסטיים).

חשיבות זו של שער החליפין משקפת בעצם את החשיבות שנודעת לסקטור החיצוני של הכלכלה. הכלכלה הישראלית תלויה בענפי הייצוא שלה, בכל הקשור להתפתחותה – ובסופו-של-דבר גם בכל הקשור לעצם קיומה. במדינה שרגילה לחיות את חייה בצל איום קיומי, המושג הזה – זיהוי ודירוג של איומים לפי מידת החומרה הפוטנציאלית שלהם – הוא גם מקובל היטב וגם נמצא בשימוש שוטף אצל קובעי-מדיניות. אמנם, מרבית האיומים האלה מתייחסים לתחומי הביטחון וההגנה; אבל קיימים גם איומים קיומיים, שהם כלכליים וחברתיים.

המחסור במשאבי-טבע במדינה, וכתוצאה מכך התלות שלה בייבואם של אלה, מחייב אותה להשיג את האמצעים לשלם בעבור מוצרי ייבוא בסיסיים. "אמצעי תשלום" פירושו מט"ח; ואת זה, יש צורך להרוויח – ומכך נובע תפקידו החיוני של הייצוא. על-כן (במובן היותר רחב), כל דבר שיכול לגרום לנזק חמור ומתמשך לייצוא הישראלי מהווה איום אסטרטגי – ובאופן פוטנציאלי, גם איום קיומי – לכלכלה; ובסופו-של-דבר, איום ליכולת ההישרדות של המדינה. זה מסביר את הסיבה לכך שהתמיכה הממשלתית בענפי הייצוא החיוניים למדינה – בתחילה לחקלאות, אחרי-כן לתעשייה, ועכשיו לענפים הטכנולוגיים/פוסט-תעשייתיים – היה אחד מקומץ קטן של נימות תמידיות במדיניות הכלכלית במשך 62 שנות המדינה. הוא אפילו שרד את המעבר ממבנה כלכלי ריכוזי ומובל-ממשלה למבנה יותר מבוזר, המובל על-ידי השוק החופשי, שהתרחש במשך 25 השנים האחרונות.

אולם התהוותה של תופעת ה"סופר-שקל", פרי השנים האחרונות, מהווה איום מקרו-כלכלי חדש. אם ערכו של המטבע יגיע לרמה "גבוהה מדי" ויישאר שם, הרווחיות ואף השרידות של ענפי הייצוא החיוניים ביותר – במיוחד תחום ההיי-טק, אבל בוודאי שלא הוא בלבד – ייפגמו. במקרה כזה ייגרם נזק בלתי-הפיך לכלכלה, מפני שחברות ואף ענפים שלמים ייאלצו להעתיק את פעילותם אל מעבר לים או

להיסגר כליל. בשני המקרים ייגרם אובדן בייצור, בתעסוקה, בתקבולי המיסים, בהכנסות מייצוא וכו'. אם הנזק יגיע לממדים מספיק גדולים, יחול משבר כלכלי רב-עוצמה; ובו, באורח אירוני, ערך השקל יתמוטט. אבל עד אז, הנזק כבר ייגרם; והפיחות יבוא מאוחר מכדי למנוע את המשבר ואת ההתפוררות שתבוא בעקבותיו.

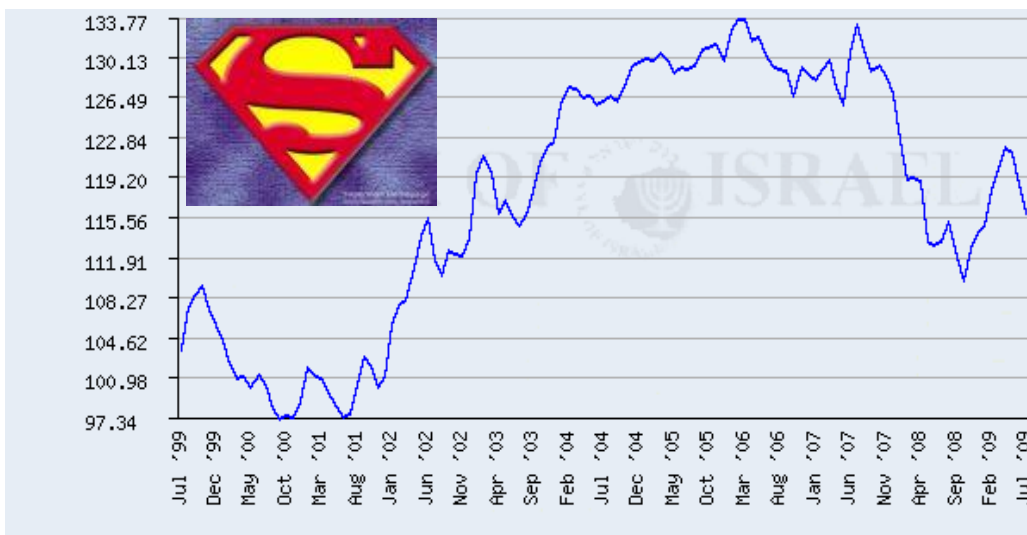
**כמה גבוה זה "יותר מדי גבוה"?**

ברור כי מלת-המפתח, בתרחיש שמוצג בפסקה הקודמת, היא – "רמה גבוהה מדי" של השקל. אבל, מה הוא הגובה של "גבוהה מדי"? בחיפוש תשובה לשאלה זו יש צורך להתגבר על הנטייה הטבעית לפנות אל כלכלנים מקצועיים; מכיוון ששפע התשובות אשר יתקבלו מהם – כל אחת מהן תהיה מבוססת על הנחות ספציפיות ומותנית בקיומם של תנאים שונים – ישמש רק ליצירת בלבול. בעידן שלאחר ההתרסקות הפיננסית-כלכלית של 2008, אנו יודעים: בין הטיפוסים אשר מהם יש להיזהר, יש למנות לא רק סוכני משכנתאות המציעים הצעות מפתות – אלא גם כלכלנים אשר באמתחתם יש מודלים.

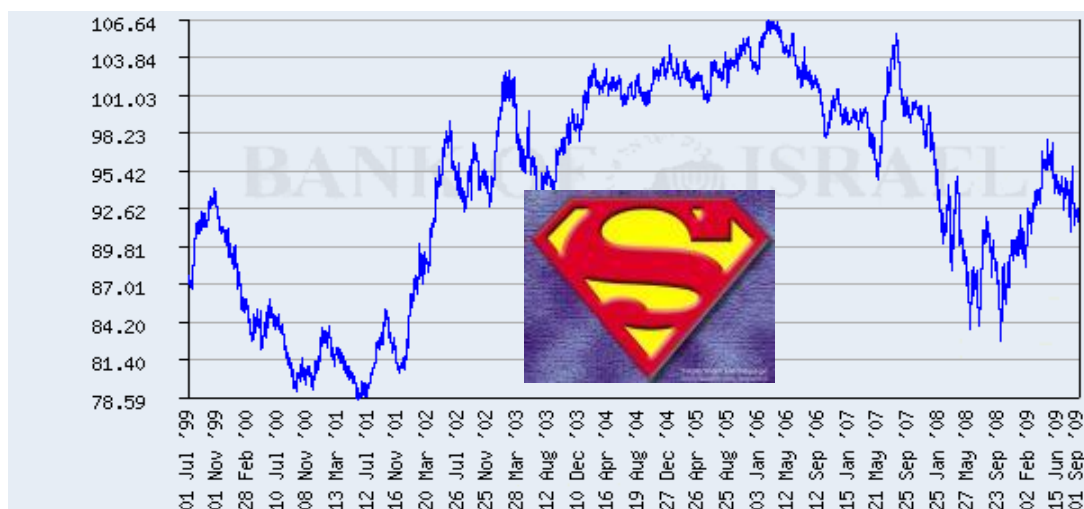
כדי לקבל פרספקטיבה לגבי "גבוהה" ו"נמוך", יש תועלת בבחינת מחיר השקל במונחי אינדקס משוקלל-סחר (trade-weighted index) המחושב על-ידי בנק ישראל. אינדקס זה מודד את ערך השקל לעומת סל-מטבעות המורכב משותפי-הסחר העיקריים של ישראל: הדולר האמריקני; היורו; הלירה שטרלינג; וכנציג של מזרח אסיה, הין היפני. שימוש בסל מועיל במיוחד לנטרול בעיית התנודות בין הדולר לבין היורו, או בין הדולר לבין מטבעות אחרים.

תרשים 3 (להלן) מציג את התפתחות שער החליפין של השקל לעומת סל-מטבעות זה, לאחר שהמחירים הותאמו כדי להביא בחשבון את שיעורי האינפלציה השנתיים בישראל ובארצות האחרות – ומזה נובע המונח 'ריאלי' שבכותרת. משמעו של המונח הזה היא שהוסרו העיוותים האינפלציוניים. אבל למרבה הצער, עצם ההתאמה הזו עלול ליצור עיוות. האמת האכזרית היא ששיטות המדידה הרשמיות של האינפלציה הפכו ליותר ויותר חשודות בכל מדינה (נכון הוא שהדבר נעשה מסיבות שונות). זה הופך את ההשוואות, בין שערי החליפין המותאמים של קבוצת מדינות, לתרגיל אשר בהחלט יש להטיל בו ספק. האלטרנטיבה היא להסתכן בלעג מקצועי ולהשתמש בשער החליפין האפקטיבי הנומינלי, שמוצג בתרשים 4.

**תרשים 3: אינדקס שער החליפין האפקטיבי הריאלי, ש"ח / סל**  
**יולי 1999 – יולי 2009. יסוד=100**



**תרשים 4: אינדקס שער החליפין האפקטיבי הנומינלי, ש"ח / סל**  
**יולי 1999 – יולי 2009. יסוד 2 לינואר, 2000 = 100**



המקור: אתר בנק ישראל

למזלנו – התמונה הכללית שעולה מתוך שני התרשימים היא עקבית, מבחינת המטרה שלנו כאן. התרשימים מראים, בעצם, את אותו הדבר: שער-החליפין האפקטיבי של השקל באמצע 2009 היה ממש באמצע טווח המחירים, ריאלי או נומינלי, שלו בעשור האחרון. אולם, באותה המידה ברור שאם התרשימים היו מתייחסים רק לתקופה מיולי 2002, במקום יולי 1999 – הרמה הנוכחית הייתה נראית גבוהה מאוד ביחס לממוצע של שבע שנים האחרונות. (שימו לב: מספרי האינדקס שונים מאוד; תאריך הבסיס של תרשים 3 הוא ינואר 2000, בעוד שתרשים 4 מבוסס על ינואר 2007. אל תשאלו אותי למה; כך מציג אותם בנק ישראל, ואין לי חשק לבזבז זמן על ביסוס מחדש של זה או אחר מהם. ו... לא, הלוגו של "סופרמן" לא מופיע באתר של בנק ישראל; אם כבר, הם היו משתמשים בסמל לקריפטוניטי [החומר המבטל את עוצמתו של סופרמן]).

עובדות אלה מהוות עדות מספיקה – לפחות על-פי דעתי – לכך שיש להתעלם מהניתוחים המלומדים שמוצעים על-ידי הכלכלנים, ולא משנה מי משלם להם. אפשר "להוכיח" שערך השקל הוא גבוה, או נמוך, או בדיוק כמו שצריך. מי שלא מצליח לעשות זאת בכוחות עצמו – ישלח-נא לי את ההעדפה שלו בצירוף המחאה, ואשמח לעשות את העבודה בשבילו. השאלה, איפוא, נשארת: איך אפשר לדעת האם ערך השקל הוא כעת "גבוה" או "יותר מדי גבוה", או מה-שלא-יהיה?

אני התרגלתי להשתמש בכמה כללי-אצבע – כולם גסים למדי, ועל זאת אני מודה ללא כל בושה. קודם-כל, בתור מי שמוכר את שירותיו ללקוחות זרים, אני עצמי יצואן; ובתור שכזה, אני מסוגל להעריך את כוח-הקנייה של תקבול במט"ח. אמנם נכון, מחזור ההכנסות שלי נופל במשהו מזה של קבוצת כימיקלים-לישראל, ואני גם מעסיק אנשים במספר הקטן במקצת מזה שנרשם בקבוצת התעשייה האווירית – אבל על בסיס של שנה-מול-שנה, אני יודע מה ניתן לרכוש תמורת חופן דולרים.

שנית, אני מתייחס באופן רציני ביותר לרמת חוסר-שביעות-הרצון שמושמעת מפי "תעשיינים בכירים". הדור הנוכחי של המנכ"לים התאגידיים, בניגוד לקודמיו, לא אומן לנסוע למשרדי הממשלה בירושלים על מנת להתחנן שיינתן לו סיוע. ולכן אם מתפרצת יללת-בכי משותפת בעניין שער-החליפין מגרונם של ראשי חברות (קטנות כגדולות, ובמגוון רחב של ענפים) – ובמיוחד, אם יללה זו נתמכת על-ידי ההסתדרות – אזי, ככל הנראה, משהו באמת לא-בסדר.

ולבסוף, בשביל אלה שמעדיפים מדדים "אובייקטיביים": אני ממליץ בפשטות להשוות בין עלות התפקידים הסטנדרטיים בתחום ההיי-טק (כמו מתכנתים בכירים, אנשי בקרת-איכות וכדומה) בעמק הסיליקון ובי"סיליקון ואדי" (רצועת החוף במערבה של ישראל); ככל שהפער ברמת המשכורות יותר קטן, כן גדלה הבעיה שענף ההיי-טק הישראלי עומד בפניה – וככל שהפער נשאר צר במשך תקופה יותר ארוכה, כן גדל הנוק המצטבר.

על-ידי השימוש בניתוח הסופר-מתוחכם הזה, אני מעריך: הרמות אשר היצואנים הישראלים ייכולים לחיות" איתן כיום, הן בערך 3.90 עד 4.00 ש"ח לדולר ובערך 5.50 עד 5.60 ש"ח ליורו. המספרים האלה מושפעים גם על-ידי שינויים בתנאים הכלכליים; ואלה, כמובן, עברו שינויים דרמטיים – למעלה ולמטה –

במשך 18 החודשים האחרונים. זה אומר כי ברמת 3.80 ש"ח או פחות (לדולר), וברמת 5.40 ש"ח או פחות (לירור), אני מצפה שהיצואנים יגבירו במהירות את עוצמת יללות-הבכי – וזה בדיוק מה שמתרחש כעת, כמו שאירע בתחילת 2008.

נקודה אחרונה, שמבצבצת בבירור מתוך התרשימים 3 ו-4 לעיל: ערכו של השקל זינק חדות לפני שני המיתונים האחרונים (2001–2002, 2008–2009); ורידה בערכו של השקל קדמה להתאוששותה של הפעילות הכלכלית. כמובן, שזה לא משמש כהוכחה חותכת כלשהי לשום סיבתיות בין שתי התופעות המשתנות – ייסוף/פיחות ומיתון/הרחבה – אבל הרציפות הכרונולוגית בולטת לעין.

## סיכום – ופרומו להמשך

הרשו לי לסכם את מה שנאמר עד כאן, ולהציג תמצית של המשך הניתוח הזה – אשר ישתרע על-פני גיליונות אחדים של דו"ח לנדאו, כדי להקל על עיכולו.

השקל גילה, במשך העשור האחרון, נטייה גוברת לעלייה בערכו לעומת המטבעות האחרים. עוצמה זו הייתה מבורכת בתחילתה – לאחר עשרות שנים, אשר בהן חולשת המטבע הייתה למצב המקובל בכלכלה הישראלית. אבל היא הפכה ליותר ויותר בעייתית, ככל שהתבצרה מגמת ההתחזקות.

האופי הבעייתי של השקל החזק נובע מהשפעתו השלילית הגוברת על התחרותיות של הייצוא הישראלי, שהוא חיוני לרווחתה הכלכלית של המדינה; ועל-כן – לעצם קיומה. משמעות הדבר היא שאמנם אפשר לסבול תקופות של עוצמה זמנית, אולם כאשר השקל החזק מתקיים במשך תקופה מתמשכת או הופך לתופעה כרונית – מתהווה אסון. התקופה הנוכחית של עוצמת השקל נמשכת לסירוגין מאז אוגוסט 2006, כלומר שלוש שנים ויותר; על-כן, מבחינת המשק הישראלי, היא משקפת אסון מתהווה – אשר בוודאי מוחרף כתוצאה מהתמוטטות הסחר העולמי שאפיינה את המשבר הכלכלי הגלובלי, ושממנה מסתמנת התאוששות איטית והדרגתית בלבד.

הניתוח יתרכז בארבע שאלות:

1. מה עושה את השקל לחזק, בהקשר הכלכלי הרחב של היחס בין הכלכלה הישראלית ובין הכלכלה העולמית?
2. מי עושה את השקל לחזק (על-ידי קנייתו) בהקשר הצר של שוק המט"ח, אשר בו נקבע מחיר השקל?
3. מה נעשה, ועל-ידי מי, כדי להתמודד עם הבעיה הזאת?
4. מה עוד אפשר, ואולי גם צריך, לעשות – ועל-ידי מי – כדי לפתור אותה?

כדי להבין את הרקע הכלכלי להתהוותה של בעיית **סופר-שקל**, החלק הבא של הניתוח יסקור את המגמות שפעלו במגזר החיצוני של הכלכלה הישראלית במשך העשור האחרון ויותר. סקירה זו תקיף את הסחר במוצרים ואת הסחר בשירותים, ואת החשבון השוטף הכולל; ולבסוף – את חשבון ההון או החשבון הפיננסי, שמתייחס לזרמי כסף אל ישראל וממנה.

סקירת הממצאים מובילה אל מסקנות מפתיעות מבחינת השאלה "whodunit?" ("מי עשה ית זה?") בעניין "תעלומת השקל החזק". בחלק השלישי ייבחן שוק מטבע-החוץ עצמו, תוך התמקדות בפעילות ובמניעים של הישות אשר כרגע נחשבת לחשוד העיקרי. ברם, כפי שיודע כל קורא מושבע של מותחנים, עדות נסיבתית היא מוליכה-שולל במקרים רבים – וכנראה שזה המצב גם במקרה אשר בפנינו.

בחלק הרביעי יתמקד הזרקור בישות שונה לחלוטין; או (בעצם) בקבוצת ישויות, שנהנו עד היום מאלמוניות – אבל שמעשיהן ומחדליהן מהווים, לדעתי, את המפתח להבנת התעלומה של שלוש השנים האחרונות. בכל מקרה, הפעולות והמניעים של "שחקנים" אלה ראויים לבדיקה יסודית – והיא תבצע.

באופן בלתי-נמנע, ייבחן גם התפקיד וגם התפקוד של הרשויות בזיהוי ובטיפול בבעיית השקל החזק. ייסקרו הפעולות שנעשו, כמו גם חוסר-המעש – והמשמעויות של אלה וגם של אלה.

ולבסוף: אחרי זיהוי של גורם חדש, אשר עד כה לא נחשד – ואחרי הספקת עדויות על מה שהתרחש והסיבות לכך – אני אסיים בהצגת צעדי מדיניות אפשריים, מעבר לאלה שכבר נוסו. ספציפית: אני מציע גישה אשר יכולה לפתור את הבעיה הדחופה של הדולר החזק, ואשר גם תיתן מענה לאתגרים היותר-מושרשים אשר בפניהם ניצבת הכלכלה הישראלית.

\* המהדורה האנגלית של גיליון זה נשלחה בתאריך 17 לספטמבר 2009.

מהדורה אנגלית זו, The Landau Report, הינה ניוזלטר ייחודי המסקר את המגמות בתחומי הפוליטיקה והגיאוגרפיה הכלכלה, העסקים והשווקים של ישראל. הוא רואה אור מאז 1996, ומופנה בעיקר לגורמים עסקיים ופיננסיים בינלאומיים הפועלים בישראל.

*Enquiries and subscriptions:*  
POB 23152, Jerusalem 91231, ISRAEL  
[landaup@netvision.net.il](mailto:landaup@netvision.net.il)  
Tel: 972-2-586-4893; Cell: 972-54-450-8834

תגובות ושאלות ניתן למצוא באתר הבלוג של פנחס לנדאו:  
<http://www.pinchaslandau.co.il> מחקר-הסופר-שקל