

Tim analisis

Tai Hui, +65 6530 3464
Standard Chartered Bank, Singapore
Regional Head of Research, SE Asia
Tai.Hui@sc.com

Thomas Harr, +65 6530 3617
Standard Chartered Bank, Singapore
Senior FX Strategist
Thomas.Harr@sc.com

Fauzi Ichsan, +62 21 5799 9117
Standard Chartered Bank, Indonesia
Senior Economist
Fauzi.Ichsan@sc.com

Lee Wee Kok, +65 6530 3188
Standard Chartered Bank, Singapore
Regional Head of Rates Strategy, Asia
Lee.We-Kok@sc.com

Eric Alexander Sugandi, +62 21 2555 0596
Standard Chartered Bank, Indonesia
Economist
Eric.Alexander-Sugandi@sc.com

Kaushik Rudra, +65 6427 5259
Standard Chartered Bank, Singapore
Global Head of Credit Research
Kaushik.Rudra@sc.com

Indonesia – Menuju peringkat *investment grade*

09:00 GMT 05 April 2010

- Indonesia akan mencapai peringkat *investment-grade* sebelum akhir tahun 2012
- Kami menjabarkan prasyarat-prasyarat ekonomi dan finansial yang diperlukan untuk mencapai peringkat ini
- Kami memaparkan dampak nilai tukar, suku bunga, dan kredit dari prospek pencapaian *investment grade* oleh Indonesia

Bangkit dari keruntuhan

Krisis finansial Asia pada tahun 1987-1998 telah menjerumuskan perekonomian Indonesia ke jurang kehancuran, dan Indonesia harus berjuang keras untuk meraih kembali kepercayaan para investor setelah krisis tersebut. Namun demikian, kombinasi dari perkembangan positif di bidang politik, finansial, dan ekonomi selama periode 2007-10 memperbesar peluang Indonesia dalam meraih kembali peringkat *investment grade* untuk obligasi pemerintah. Indonesia berhasil mempertahankan angka pertumbuhan ekonomi yang positif selama berlangsungnya krisis ekonomi global baru-baru ini karena rendahnya tingkat keterpaparan (*exposure*) ekonomi Indonesia terhadap ekspor dan kokohnya konsumsi domestik.

Belajar dari pengalaman pahit krisis finansial Asia, pemerintah Indonesia saat ini terus berusaha menjaga posisi anggaran yang sehat. Kendati cadangan devisa Indonesia relatif lebih rendah dibandingkan negara-negara tetangganya, depresiasi Rupiah (IDR) dan lonjakan imbal hasil (*yield*) obligasi selama periode 2008-09 hanya bersifat sementara. Selain itu, terpilihnya kembali Presiden Susilo Bambang Yudhoyono untuk masa jabatan kedua di bulan Juli 2009 menjadi tonggak sejarah yang menunjukkan berakhirnya instabilitas politik pada masa transisi pasca Orde Baru.

Perkembangan-perkembangan positif ini membangkitkan harapan bahwa Indonesia akan segera mencapai peringkat *investment grade*. Realisasi harapan ini tidak datang dengan sendirinya, namun harus diperjuangkan pemerintah Indonesia melalui reformasi dan perbaikan kondisi ekonomi dan finansial secara terus-menerus. Di dalam Laporan Khusus ini, kami menyoroti prasyarat-prasyarat dan berbagai reformasi yang diperlukan oleh Indonesia untuk mencapai status *investment-grade*. Jika pemerintah berhasil mencapai sasaran-sasaran kebijakan yang telah ditetapkan, kami percaya bahwa Indonesia dapat mencapai peringkat BBB- (Standard & Poor's dan Fitch Ratings) dan Baa3 (Moody's) sebelum akhir tahun 2012, yang jauh lebih baik jika dibandingkan dengan peringkat saat ini: BB+ (Fitch), BB (S&P) dan Ba2 (Moody's). Kami juga melihat adanya implikasi dari diraihnya peringkat *investment grade* oleh Indonesia terhadap nilai tukar, imbal hasil obligasi pemerintah, dan pasar kredit.

Important disclosures can be found in the Disclosures Appendix

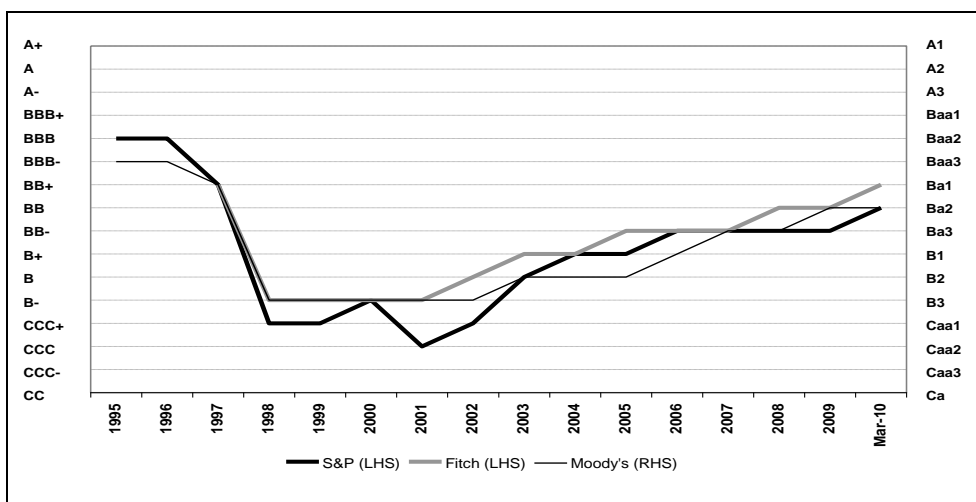


All rights reserved. Standard Chartered Bank 2010

<http://research.standardchartered.com>



Grafik 1: Peringkat obligasi pemerintah Indonesia, 1995-2010



Sumber: Bloomberg

Isu-isu ekonomi, kebijakan, dan politik

Peringkat *investment grade* harus dapat diraih

Indonesia semakin menarik perhatian investor finansial global dalam kurun waktu 12 bulan terakhir. Sepanjang tahun 2009, IDR terapresiasi sebesar 16,1% terhadap USD (dan menjadikan IDR sebagai mata uang Asia dengan kinerja terbaik tahun itu), sementara IHSG Bursa Efek Indonesia (JCI) menguat sebesar 123% dalam nilai USD (dan menjadi bursa saham Asia dengan kinerja terbaik). Semenjak awal tahun 2010 sampai dengan saat ini, IDR telah terapresiasi 3,2% sementara JCI telah menguat 12%. Selain itu, turunnya *credit default swap* (CDS) obligasi pemerintah denominasi USD untuk jangka waktu 5 tahun dari 1.256bps di bulan Oktober 2008 (ketika krisis finansial global mencapai puncaknya) ke 315bps di Oktober 2009 dan 150bps di bulan Maret 2010, menjadi indikasi membaiknya persepsi para investor asing terhadap resiko gagal bayar obligasi pemerintah. Dengan meningkatnya kecenderungan masuknya dana asing ke Indonesia, kami perkirakan IDR akan menguat lebih lanjut ke 8.800 per USD di akhir tahun 2010.

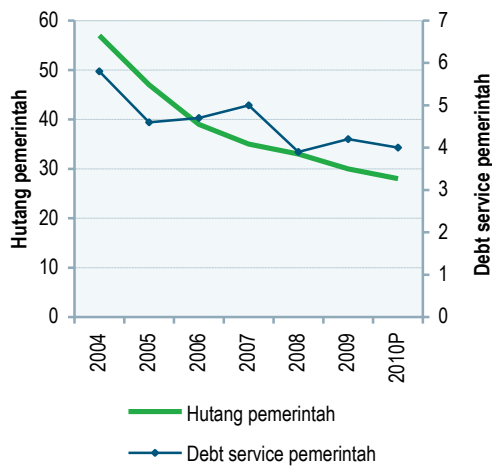
Kinerja pasar finansial domestik yang sangat baik ini ditopang oleh ketahanan fundamental ekonomi Indonesia. Walaupun pertumbuhan PDB melambat dari 6,0% di 2008 ke 4,5% di 2009 akibat resesi global, namun pertumbuhan PDB Indonesia adalah yang ketiga tertinggi di antara negara-negara G20 setelah India dan Cina. Kami memproyeksikan PDB Indonesia akan tumbuh sebesar 5,5% di tahun 2010. Sementara itu, inflasi melambat dari 11,1% pada Desember 2008 ke 2,8% pada Desember 2009, meskipun kami perkirakan akan naik secara moderat ke 5,5% di akhir tahun 2010 akibat kenaikan tarif dasar listrik dan harga BBM di semester kedua. Hampir semua indikator ekonomi Indonesia menunjukkan perbaikan. Selama periode 2005 – 2009, rasio defisit anggaran terhadap PDB selalu dapat dijaga di bawah 2% (batas rasio yang diijinkan secara konstitusional adalah 3%), rasio hutang pemerintah terhadap PDB turun dari 47% ke 29%, dan rasio hutang luar negeri Indonesia terhadap PDB juga turun dari 46% ke 31%.

Berbagai perkembangan positif ini mendorong S&P meningkatkan peringkat obligasi pemerintah Indonesia ke BB dengan *outlook* positif pada tanggal 12 Maret 2010. Dengan demikian S&P mengikuti Fitch Ratings yang terlebih dahulu meningkatkan peringkat Indonesia ke BB+ dengan *outlook* stabil di bulan Januari 2010. Sampai dengan saat ini, Fitch tetap menjadi *rating agency* yang berpandangan paling optimistik terhadap Indonesia, dengan memberikan peringkat hanya satu *notch* di bawah *investment grade*. Baik S&P maupun Moody's (yang memberikan peringkat Ba2, dengan *outlook* stabil) menempatkan Indonesia pada peringkat dua *notch* di bawah *investment grade*.



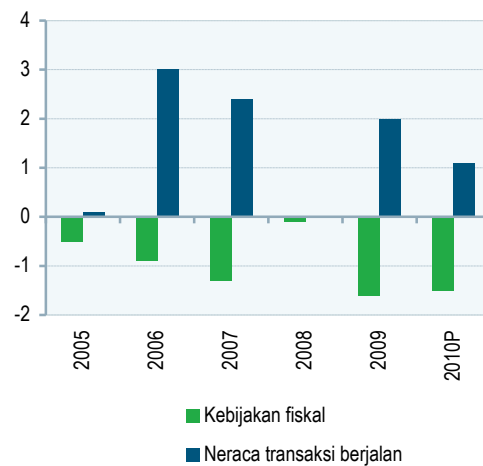
Yang menjadi pertanyaan utama adalah kapan Indonesia akan meraih peringkat *investment grade*, yaitu, BBB- menurut S&P dan Fitch, serta Baa3 menurut Moody's. Menkeu Sri Mulyani Indrawati memperkirakan Indonesia akan mencapai peringkat *investment grade* dalam satu atau dua tahun ke depan. Dengan memberikan *outlook* yang optimistik, S&P mungkin akan meningkatkan peringkat Indonesia dalam 12 bulan ke depan. Perbaikan fundamental ekonomi secara berkesinambungan dan kerja keras pemerintah dalam penanganan isu-isu politik dan kebijakan diperlukan untuk mencapai peringkat *investment grade* pada waktu yang diharapkan oleh menkeu.

Grafik 2: Hutang dan debt service pemerintah % dari PDB



Sumber: Kementerian Keuangan, Standard Chartered Research

Grafik 3: Kebijakan fiskal dan neraca transaksi berjalan % dari PDB



Sumber: Kementerian Keuangan, Standard Chartered Research

Indikator-indikator *country risk* menunjukkan bahwa Indonesia layak mendapatkan peringkat yang lebih tinggi

Indikator-indikator konvensional *country risk* menunjukkan bahwa ekonomi Indonesia sebenarnya tidak kalah dibandingkan ekonomi negara-negara yang telah memperoleh peringkat *investment grade*. Dalam beberapa bidang, indikator-indikator fiskal Indonesia malah lebih baik dari negara-negara ini. Dengan defisit fiskal sebesar 1,6% terhadap PDB di tahun 2009, Indonesia lebih baik dari India (7,6%) dan Rusia (6,6%) – lihat Tabel 1. Namun di sisi lain, dengan cadangan devisa yang relatif kecil (USD 66,1 milyar di bulan Desember 2009) dan rasio hutang luar negeri jangka pendek terhadap cadangan devisa yang relatif besar (35,2%), Indonesia masih cukup rawan terhadap guncangan eksternal. Meski demikian, Indonesia memiliki jumlah cadangan devisa dan rasio hutang luar negeri jangka pendek terhadap cadangan devisa yang lebih baik dibandingkan dengan Afrika Selatan (mendapatkan rating BBB+ menurut S&P), yang hanya memiliki cadangan devisa sebesar USD 32,4 milyar di akhir tahun 2009 dan rasio hutang luar negeri jangka pendek terhadap cadangan devisa sebesar 70,8% di Q3-2009. Hal ini menunjukkan bahwa indikator-indikator resiko yang konvensional bukanlah penentu utama pemeringkatan surat hutang pemerintah.

Tabel 1: Indikator-indikator *country risk*, 2009

	Afrika Selatan	Thailand	Rusia	Brazil	India	Indonesia
Peringkat S&P (Mar-2010)	BBB+	BBB+	BBB	BBB-	BBB-	BB
Sovereign CDS (bps, Mar-2010)	123,0	104,5	132,0	115,8	-	155,0
Pertumbuhan PDB (Harga konstan)	-1,8	-2,3	-7,9	-0,3	6,8	4,5
Inflasi (Rata-rata pertumbuhan)	7,4	-0,8	11,7	4,9	2,5	4,9
Hutang pemerintah (% terhadap PDB)	35,7	45,9	6,9	46,8	56,9	28,3
Defisit anggaran fiskal (% terhadap PDB)	-7,3	-5,3	-6,6	-3,3	-7,6	-1,6
Neraca transaksi berjalan (% terhadap PDB)	-4,3	7,4	3,6	-1,5	-2,8	2,0
Hutang luar negeri jangka pendek (% terhadap cadangan devisa)	70,8	16,0	11,7	14,2	18,9	35,2
Cadangan devisa (USD milyar, Des-09)	32,4	131,5	437,7	239,1	259,0	66,1

* *hutang luar negeri jangka pendek per Q3-2009*; Sumber: Bank for International Settlements, Bloomberg, Standard Chartered Research

Bagaimana untuk memperoleh kenaikan peringkat?

Kami melihat tiga isu utama yang akan menentukan seberapa cepat Indonesia dapat memperoleh kenaikan peringkat obligasi pemerintah.

1. **Fleksibilitas kebijakan fiskal untuk mengatur subsidi energi.** Walaupun menjadi pengekspor bersih energi (minyak, gas, batubara, dan CPO), Indonesia adalah negara pengimpor bersih minyak dan gas. Kendati kenaikan harga energi menguntungkan Indonesia, namun dampaknya terhadap anggaran pemerintah adalah negatif karena dapat menyebabkan membengkaknya pengeluaran subsidi energi (BBM dan listrik). Hal ini akan berdampak pada membesarnya defisit anggaran dan dapat memacu penyelundupan BBM ke luar negeri jika selisih harga antara BBM domestik dan global cukup besar (yang akhirnya membuat defisit anggaran makin besar). Karena kenaikan harga minyak dunia, pemerintah telah menaikkan estimasi asumsi harga minyak (Indonesian crude price – ICP) pada anggaran 2010 ke USD 77 per barrel (bbl) dari sebelumnya USD 66 (harga ICP biasanya sekitar USD 2-3/bbl lebih rendah dibandingkan harga NYMX WTI). Sebagai perbandingan, kami memproyeksikan harga rata-rata NYMX WTI pada USD 82/bbl di tahun 2010.

Berdasarkan estimasi baru pemerintah, termasuk dengan skenario yang mengasumsikan harga BBM domestik tidak berubah sepanjang tahun 2010 dan kenaikan tarif dasar listrik sebesar 15% di H2, pengeluaran pemerintah untuk subsidi energi diperkirakan akan naik ke USD 15,1 milyar (dibandingkan estimasi sebelumnya sebesar USD 10,7 milyar). Ini akan memperbesar defisit anggaran pemerintah ke 2,1% dari PDB, dibandingkan asumsi awal 1,6%. Berdasarkan undang-undang, pemerintah diperbolehkan menaikkan harga BBM bersubsidi jika kenaikan harga ICP melebihi 10% dari asumsi di anggaran (yaitu jika ICP melebihi USD 85/bbl tahun ini). Jika pemerintah bersedia mengambil langkah yang tidak populer dengan menaikkan harga BBM bersubsidi dan tariff dasar listrik (seperti yang telah dilakukan di tahun-tahun sebelumnya) untuk mengamankan anggaran, dan berhasil melakukannya tanpa menyebabkan instabilitas politik, agensi-agensi rating kemungkinan besar akan menaikkan peringkat obligasi pemerintah.



Meskipun demikian, kami tidak melihat tekanan yang signifikan terhadap anggaran pemerintah untuk dua tahun ke depan. Kami memperkirakan rata-rata harga minyak dunia (WTI NYMX) akan naik secara moderat ke USD 90/bbl di 2011 dari USD 82 di 2010. Terlebih, dalam empat tahun terakhir, pemerintah pusat dan daerah memiliki keterbatasan dalam membelanjakan anggaran yang dialokasikan, karena lambatnya eksekusi proyek-proyek infrastruktur (sebagai akibat dari berbagai faktor, termasuk lambatnya pembebasan tanah dan rendahnya kemampuan teknis personel pemerintah daerah). Karenanya, walaupun defisit anggaran mencapai 1,6% dari PDB di tahun 2009, pemerintah masih memiliki sisa anggaran lebih sebesar USD 4,1 milyar di akhir tahun tersebut. Kami memproyeksikan defisit anggaran pemerintah di tahun 2010 hanya akan berada pada kisaran 1,5% - 1,8% dari PDB, di bawah target pemerintah (2,1%) dan batas atas menurut konstitusi (3%). Kami juga memperkirakan kenaikan harga BBM bersubsidi sebesar 30% dan tariff dasar listrik sebesar 15% seperti yang telah direncanakan di H2-2010, ketika ketegangan politik antara pemerintah dan DPR mengenai kasus Bank Century mereda (lihat pembahasan pada bagian selanjutnya).

2. **Kecepatan akumulasi dan sumber cadangan devisa.** Walaupun meningkat ke USD 69,7 milyar (rekor tertinggi dalam sejarah), cadangan devisa Indonesia masih belum cukup untuk mengurangi volatilitas IDR jika Indonesia menghadapi gejolak finansial dalam skala yang sama seperti pada H2-2008. Kepemilikan investor asing pada obligasi pemerintah mencapai USD 13,9 milyar dan pada sertifikat Bank Indonesia (SBI) sebesar USD 7,2 milyar. Investor asing juga menguasai hampir 40% dari kepemilikan di bursa saham (yang memiliki kapitalisasi sebesar USD 225 milyar). Sebagian besar investasi asing di bursa saham adalah berupa 'uang panas', yang dapat keluar kapan saja dari Indonesia ketika terjadi goncangan finansial. Meski demikian, tidak semua investasi asing yang tercatat di bursa saham bisa digolongkan sebagai 'uang panas', sementara Bank Indonesia (BI) juga mempunyai akses untuk menambah cadangan devisa melalui Inisiatif Chiang Mai. Namun, akumulasi cadangan devisa tetap penting dilakukan oleh Indonesia, terutama melalui investasi asing langsung (*foreign direct investment* – FDI) yang memiliki sifat lebih stabil dibandingkan investasi portofolio (*foreign portfolio investment*– FPI).

Kami memproyeksikan cadangan devisa akan terus meningkat ke USD 77,9 milyar di akhir Desember 2010, sebagai akibat dari surplus neraca pembayaran dan surplus investasi bersih asing di portofolio (meskipun jumlahnya diperkirakan akan mengalami penurunan) – lihat Tabel 2. Cadangan devisa diperkirakan akan terus naik ke USD 88,9 milyar di tahun 2011 dan melewati USD 100 milyar di tahun 2012. Beberapa pejabat Kementerian Keuangan dan BI yang percaya bahwa para pelaku pasar dan agensi rating merasa lebih nyaman jika cadangan devisa Indonesia melampaui level psikologis USD 100 miliar. Kendati demikian, jika kualitas neraca pembayaran Indonesia terus meningkat (melalui lebih banyak masuknya FDI) dan jika pasar valuta asing tumbuh semakin dalam (sehingga membantu meminimisasi volatilitas) Indonesia dapat mencapai peringkat *investment grade* sebelum cadangan devisa mencapai USD 100bn.

3. **Reformasi kebijakan secara berkelanjutan.** Walaupun kebijakan yang ramah bagi para investor dan reformasi birokrasi tidak berdampak langsung pada kemampuan pemerintah membayar hutang-hutangnya, kedua hal ini akan meningkatkan iklim investasi di Indonesia dan mendorong FDI, sehingga membantu memperkuat surplus neraca pembayaran Indonesia. Kementerian keuangan terus melakukan reformasi perpajakan dan kepastian untuk mengurangi korupsi, sementara Menkeu Indrawati telah mendapatkan banyak pujian dari komunitas investor sehubungan dengan reformasi yang dicanangkannya. Namun, berbagai reformasi ini belumlah cukup. Beberapa permasalahan struktural, seperti lemahnya infrastruktur dan alotnya permasalahan perburuhan, masih menjadi kendala bagi masuknya arus investasi asing dengan lebih deras. Investor mengharapkan privatisasi lebih lanjut di sektor kelistrikan (dengan memberikan kesempatan bagi perusahaan swasta penyedia listrik untuk dapat menjual listrik kepada industri) dan reformasi struktural terhadap PLN, termasuk dengan menaikkan tarif sebesar 15% untuk meningkatkan aliran kas dan mempercepat pembangunan pembangkit listrik 10.000 MW yang pertama di Indonesia (PLN memperkirakan konsumsi listrik di Indonesia akan terus tumbuh rata-rata sebesar 9,2% dalam 10 tahun ke depan). Reformasi lain yang perlu dilakukan adalah merevisi undang-undang ketenagakerjaan sehingga memudahkan perusahaan untuk memberhentikan para pekerja, percepatan pembebasan tanah untuk pembangunan infrastruktur (terutama jalan-jalan tol dan pembangkit listrik tenaga panas bumi), serta pemberantasan korupsi secara berkesinambungan, terutama pada tingkat regional, dengan Komisi Pemberantasan Korupsi (KPK) sebagai ujung tombaknya.

**Tabel 2: Neraca pembayaran (USD milyar)**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010P	2011P
1) Ekspor	87,0	103,5	118,0	139,6	119,5	129,0	140,0
2) Impor	-69,5	-73,9	-85,3	-116,7	-84,3	-98,0	-110,0
3) <u>Neraca perdagangan = 1 + 2</u>	17,5	29,7	32,8	22,9	35,2	31,0	30,0
4) Neraca jasa	-17,3	-18,8	-22,3	-22,8	-24,6	-24,0	-26,0
i) Jasa (bersih)	-9,1	-9,9	-11,8	-13,0	-14,2	-13,5	-14,3
ii) Pendapatan (bersih)	-12,9	-13,8	-15,5	-15,2	-15,3	-15,5	-17,3
iii) Transfer berjalan (bersih)	4,8	4,9	5,1	5,4	4,9	5,0	5,5
5) <u>Neraca transaksi berjalan = 3 + 4</u>	0,3	10,9	10,5	0,1	10,6	7,0	4,0
6) <u>Neraca modal & finansial</u>	0,3	3,0	3,6	-1,9	3,7	4,8	7,0
i) Investasi langsung oleh asing (FDI)	5,3	2,2	2,3	3,4	2,3	2,5	3,5
ii) Investasi portfolio oleh asing (FPI)	4,2	4,3	5,6	1,7	10,1	8,8	9,5
iii) Investasi asing lainnya (pinjaman bank, dll.)	-9,5	-3,8	-4,8	-7,3	-8,8	-6,5	-6,0
7) Jumlah = 5 + 6	0,6	13,9	14,1	-1,8	14,3	11,8	11,0
8) Galat dan penyesuaian	-1,1	1,6	0,3	-3,5	-1,7	0,0	0,0
9) <u>Neraca pembayaran = 7 + 8</u>	-0,5	15,5	14,3	-5,3	12,5	11,8	11,0
11) <u>Perubahan cadangan devisa</u>	-1,6	7,9	14,3	-5,3	14,5	11,9	11,0
12) <u>Cadangan devisa</u>	34,7	42,6	56,9	51,6	66,1	77,9	88,9

Sumber: Bank Indonesia, Standard Chartered Research

Tabel 3: Komposisi DPR, 2009-14

	Partai	Pro-pemerintah atau oposisi	Ideologi	Posisi dalam kasus talangan Bank Century	Jumlah kursi di DPR	% dari jumlah kursi di DPR
1	Demokrat	Pro-pemerintah	Sekuler moderat	Mendukung	148	26,4
2	Golkar	Pro-pemerintah	Sekuler moderat	Menentang	106	18,9
3	PKS	Pro-pemerintah	Islam konservatif	Menentang	57	10,2
4	PAN	Pro-pemerintah	Islam moderat	Mendukung	46	8,2
5	PPP	Pro-pemerintah	Islam konservatif	Menentang	38	6,8
6	PKB	Pro-pemerintah	Islam moderat	Mendukung	28	5,0
7	PDI-P	Oposisi	Sekuler nasionalis	Menentang	93	16,6
8	Gerindra	Oposisi	Sekuler nasionalis	Menentang	26	4,6
9	Hanura	Oposisi	Sekuler nasionalis	Menentang	18	3,2
					560	100,0

Sumber: Komisi Pemilihan Umum, DPR

Isu-isu politik

Pemerintah terus melakukan reformasi ke arah yang benar. Meski demikian, pemerintahan saat ini dibangun di atas koalisi yang rapuh dan berhadapan dengan DPR yang tidak sepenuhnya mendukung pemerintah, sehingga faksi-faksi dalam koalisi pemerintah harus mampu bekerja sama dan berusaha agar tidak terlalu berkebutakan pada masalah-masalah politik jangka pendek. Ketegangan politik meningkat akhir-akhir ini setelah 325 anggota DPR (59% dari total anggota DPR) yang berasal dari 6 partai (dari total 9 partai yang memiliki wakil di DPR) menyatakan bahwa keputusan BI dan Kementerian Keuangan untuk memberikan talangan ke pada Bank Century (sebuah bank komersial yang bermasalah) di bulan November 2008 ketika terjadi krisis finansial global ternyata tidak patut dilakukan.



Keenam partai tersebut ternyata tidak hanya berasal dari kubu oposisi (PDI-P, Gerindra, dan Hanura), namun juga termasuk tiga partai dalam koalisi pemerintah (Golkar, PKS, dan PPP). Tiga partai pendukung pemerintah lainnya (Partai Demokrat, PAN, dan, PKB) menyatakan bahwa talangan tersebut dapat dibenarkan dengan memperhatikan situasi krisis yang dihadapi. Meski demikian, DPR hanya mempunyai kewenangan untuk merekomendasikan pihak kepolisian, jaksa agung, dan KPK untuk menginvestigasi kasus Bank Century lebih lanjut. Tanpa adanya bukti yang kuat tentang pelanggaran hukum (para penentang talangan Bank Century menuduh bahwa sebagian dari IDR 6,7 triliun dana talangan dialirkan ke parta-partai politik dan bahwa keputusan talangan tersebut tidak memiliki dasar hukum yang kuat), investigasi lanjutan sulit dilakukan. Pada rapat dengar pendapat dengan DPR tanggal 4 Februari 2010, Ketua KPK Tumpak Hatorangan menyatakan bahwa tidak ada korupsi yang dilakukan oleh negara dalam kasus talangan Bank Century.

Walaupun kasus hukum terhadap Wapres Boediono dan Menkeu Sri Mulyani diperkirakan tidak akan terjadi, partai-partai yang menentang talangan Bank Century mungkin akan menempuh jalur politik, termasuk dengan upaya pemakzulan terhadap Boediono. Namun, Mahkamah Konstitusi telah menyatakan bahwa proses pemakzulan sangat rumit dilakukan. Upaya pemakzulan harus dimulai dengan pemungutan suara di DPR yang dihadiri oleh paling sedikit 2/3 dari jumlah total anggota DPR. Jika usulan pemakzulan didukung oleh paling sedikit 2/3 dari jumlah anggota yang hadir pada rapat tersebut, usulan tersebut kemudian dibawa ke Mahkamah Konstitusi yang akan memutuskan apakah ada cukup bukti untuk memakzulkan (padahal setelah investigasi berbulan-bulan, lembaga-lembaga penegak hukum masih belum dapat menemukan bukti-bukti yang kuat). Jika Mahkamah Konstitusi memutuskan bahwa pemakzulan dapat dilakukan, maka DPR dapat membawa kasus ini ke MPR. Dua pertiga dari total jumlah anggota MPR harus hadir dalam rapat paripurna dan 75% dari mereka yang hadir harus memberikan dukungan agar pemakzulan dapat benar-benar dilakukan. Karena tiga partai yang secara terbuka mendukung talangan bagi Bank Century (Demokrat, PAN, dan PKB) menguasai 41% dari total kursi di DPR, kemungkinan untuk mengajukan pemakzulan sebenarnya sangat kecil.

Kendati kemungkinan terjadi krisis politik atau konstitusional akibat kasus talangan Bank Century sangat kecil, berkurangnya kepercayaan DPR tetap merupakan pukulan bagi pemerintahan Yudhoyono, dan akan berdampak negatif pada proses kebijakan, meskipun hanya untuk sementara waktu. Pertama, hubungan antara parlemen dengan BI maupun Kementerian Keuangan menjadi kaku dan dapat berdampak pada proses pembuatan kebijakan fiskal (rancangan anggaran pemerintah harus disetujui oleh DPR) dan keuangan-perbankan (DPR mendesak pembentukan otoritas jasa keuangan di akhir tahun 2010, walaupun BI menginginkan adanya perpanjangan waktu). Kedua, akibat tekanan politik bertubi-tubi yang diterima sehubungan dengan kasus talangan Bank Century (yang sebenarnya mendapatkan pujian dari para pelaku pasar keuangan), di masa mendatang BI dan Kementerian Keuangan mungkin akan lebih enggan menyelamatkan bank-bank yang mengalami masalah, bahkan ketika resiko sistemik benar-benar besar.

Walau demikian, kokohnya fundamental ekonomi Indonesia mampu meredam gejolak yang berasal dari sistem politik. Selain itu, peluang terjadinya krisis politik semakin mengecil, sementara hubungan antara DPR dan pemerintah mulai mencair ketika partai-partai politik dalam koalisi berusaha mempertahankan pemerintahan dan jatah menteri mereka di kabinet di tengah-tengah kemungkinan *reshuffle* oleh presiden. Ketegangan politik kelihatannya hanya akan sebatas retorika dan tidak benar-benar mengganggu kinerja pemerintahan. Peningkatan peringkat obligasi pemerintah oleh Fitch dan S&P juga menunjukkan bahwa agensi-agensi rating tersebut tidak terlalu mengkhawatirkan kondisi politik Indonesia – yang memang relatif stabil, jika dibandingkan dengan apa yang terjadi di Thailand akhir-akhir ini. Dengan kecilnya kemungkinan terjadinya krisis politik di Indonesia, kami percaya bahwa reformasi kebijakan akan terus berlangsung, dan akan mendorong S&P, Moody's, dan Fitch untuk menaikkan peringkat Indonesia ke *investment grade* sebelum akhir tahun 2012.



Resiko-resiko sampai dengan pemilu berikutnya (2014)

1. **Lambatnya proses reformasi** – Kami percaya bahwa ini adalah resiko yang paling besar; bukan karena kurangnya itikad politik pemerintah, namun karena situasi politik yang dihadapi, di antaranya: koalisi pemerintah yang rapuh, DPR yang tidak sepenuhnya mendukung pemerintah, otonomi daerah, media yang sangat populis, tekanan-tekanan dari lembaga swadaya masyarakat. Ringkasnya, ada lebih banyak pemangku kepentingan pada saat ini ketimbang pada masa pemerintahan Suharto. Meskipun demikian, stabilitas politik tetap terpelihara dalam 10 tahun terakhir, walau dengan sistem politik yang terfragmentasi.
2. **Bekunya hubungan antara pemerintah dan parlemen** – Karena Presiden Yudhoyono memimpin sebuah pemerintahan koalisi dan berhadapan dengan DPR yang tidak sepenuhnya mendukung pemerintah, hubungan baik antara pemerintah dan DPR menjadi kunci efektivitas implementasi kebijakan pemerintah. Hubungan antara pemerintah dan DPR sempat menegang karena kasus Bank Century, dan hal ini akan berdampak pada efektivitas kebijakan pemerintah – anggaran pemerintah membutuhkan persetujuan parlemen dan masih ada lebih dari 70 rancangan undang-undang yang harus disetujui DPR. Hasil beberapa jejak pendapat menunjukkan bahwa masyarakat juga menyalahkan DPR sebagai penyebab tidak efektifnya kebijakan-kebijakan pemerintah. Karenanya, ada tekanan yang kuat dari masyarakat agar pemerintah dan DPR dapat bekerja sama lebih baik lagi.
3. **Kerusuhan politik dan kudeta militer**– Sangat kecil kemungkinannya. Sejak Indonesia menganut sistem demokrasi di tahun 1999 (dan sekarang menjadi negara demokrasi ketiga terbesar di dunia setelah India dan Amerika Serikat), pemilihan umum di tingkat nasional dan daerah berlangsung dengan lancar. Militer, terutama angkatan darat, tidak lagi memainkan peranan politik yang dominan, sementara kepolisian memainkan peranan yang makin besar dalam menjaga ketertiban namun tetap berada di bawah pengawasan masyarakat sipil. Menguatnya peran DPR mampu meredam guncangan politik yang terjadi, sebagaimana ditunjukkan dengan menurunnya frekuensi kerusuhan di jalanan, sementara perdebatan isu-isu sensitif dapat dilakukan di DPR. Walaupun ancaman terorisme tetap ada, kekuatan jaringan teroris semakin melemah dalam beberapa tahun terakhir dengan terbunuhnya atau tertangkapnya para pemimpin jaringan ini. Terlebih, para pemuka organisasi massa Islam secara terbuka telah menolak penyamaan terorisme dengan jihad sehingga menurunkan dukungan masyarakat terhadap kelompok-kelompok keagamaan yang ekstrim.

Dampak pencapaian investment grade terhadap pasar

Nilai tukar mata uang – BRL terapresiasi, namun dampak terhadap INR dan RUB tidak jelas

Sebagai perbandingan, kita akan melihat negara-negara yang baru mencapai peringkat *investment grade*.

1. Brasil dinaikkan ke peringkat *investment grade* oleh S&P di April 2008, kemudian oleh Fitch di Mei 2008 dan oleh Moody's di September 2009. Berbagai perbaikan pada fundamental ekonomi Brasil dan ekspektasi akan diraihnya peringkat *investment grade* memacu penguatan tajam Real Brasil (BRL), yang menjadi salah satu mata uang dengan kinerja terbaik sepanjang periode 2003-08.
2. India dinaikkan ke peringkat *investment grade* oleh S&P di Januari 2007, oleh Fitch in Agustus 2006 dan Moody's di Januari 2004. Rupee India (INR) merupakan salah satu mata uang dengan kinerja terburuk sepanjang 2004 – 2006. Namun, di tahun 2007, INR menjadi mata uang dengan kinerja terbaik setelah Peso Filipina (PHP).
3. Rusia memperoleh peringkat *investment grade* dari S&P di Oktober 2003, Fitch di Januari 2005, dan Moody's di November 2004. Kinerja Rouble Russia (RUB) ternyata tidak lebih baik dibandingkan mata uang regional lainnya sepanjang periode 2003-07.

Singkatnya, ekspektasi *investment grade* menguntungkan BRL, namun dampaknya terhadap INR and the RUB kurang jelas.



Seperti pada BRL, kami memperkirakan bahwa IDR akan diuntungkan oleh ekspektasi peningkatan peringkat ke *investment grade* sebelum peningkatan itu benar-benar terjadi. Para investor *real money fund* yang memang serius menggarap negara-negara *emerging market* akan terus mengalirkan dana mereka ke Indonesia menjelang peningkatan status Indonesia, yang kami perkirakan akan terjadi sebelum akhir tahun 2012. Masuknya aliran dana asing dengan terus-menerus akan mendorong IDR untuk mengalami penguatan lebih lanjut dalam setahun dan dua tahun ke depan, sebagaimana juga ditunjukkan oleh pola pergerakan siklikal IDR. Berdasarkan alasan-alasan ini, kami meningkatkan *outlook* jangka pendek (tiga sampai dengan enam bulan) terhadap IDR menjadi *overweight* dari netral. Kami tetap mempertahankan *outlook* jangka menengah IDR pada *overweight* (lihat **FX Alert, 11 Maret 2010, 'IDR raised to Overweight from Neutral'**). Dalam pandangan kami, pemulihan ekonomi global dan tetap rendahnya suku bunga di negara-negara barat akan membantu penguatan IDR, apalagi ditopang oleh kokohnya fundamental ekonomi Indonesia (termasuk pertumbuhan ekonomi yang baik). Selain itu, kinerja neraca pembayaran akan tetap baik, didukung oleh peningkatan harga komoditas global dan tetap terkendalinya inflasi yang membuat aset-aset dalam IDR tetap menarik. Kami memperkirakan IDR berada di level 8.800 per USD pada akhir 2010. Untuk jangka menengah dan panjang kami memproyeksikan rata-rata nilai tukar IDR akan berada pada 8.700 di 2011, 8.300 di 2012, 7.800 di 2013, 7.500 di 2014 dan 7.800 di 2015.

Dari sudut pandang strategi valuta asing, kami menyarankan *leveraged funds* untuk mempertahankan posisi *short* USD-IDR pada 9.280-9.300, yaitu di sekitar level *moving average* (MA) untuk 55 hari pada 9.297. Sementara itu, *real money funds* sebaiknya tetap mempertahankan posisi IDR yang *overweight*, seiring dengan pemulihan pertumbuhan ekonomi global dan tetap kokohnya fundamental ekonomi Indonesia. Akhirnya, korporasi-korporasi di Indonesia harus menaikkan rasio lindung nilai (*hedge*) untuk penerimaan dalam mata uang USD, JPY, dan EUR, terutama untuk yang mempunyai jatuh tempo jangka panjang.

Obligasi pemerintah denominasi IDR dan swap – menambah sentimen positif, tapi fundamental tetap menjadi perhatian

Keputusan S&P untuk menaikkan peringkat obligasi pemerintah Indonesia ke BB sebenarnya sejalan dengan *outlook* positif kami terhadap pasar obligasi denominasi IDR. Walaupun peringkat obligasi hanya merupakan salah satu faktor dalam keputusan berinvestasi, peningkatan peringkat ke *investment grade* akan mendorong investor untuk memperbesar komposisi aset-aset IDR dalam portofolio mereka, misalnya pada lembaga-lembaga dana pensiun. Sebagai contoh, Komisi Bursa dan Sekuritas Thailand mengizinkan investasi keluar hanya kepada *issuer* yang sudah mencapai *investment grade* (*guarantor* dan *aval only*), sementara dana pensiun pemerintah Norwegia mengizinkan investasi pendapat tetap pada entitas *non-investment grade* maksimum sebesar 1% dari nilai pasar komponen investasi tetap terhadap portofolio.

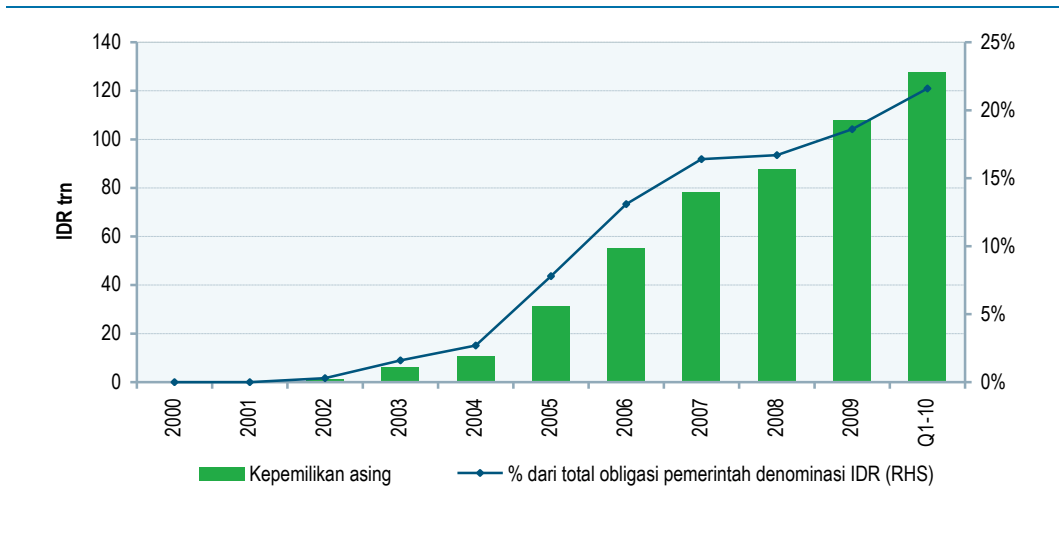
Meski demikian, obligasi pemerintah Indonesia bukanlah sebuah barang baru bagi para investor global. Per tanggal 15 Maret 2010, investor asing menguasai sekitar 21,6% dari total kepemilikan obligasi pemerintah denominasi IDR – level tertinggi sejak terjadinya resesi finansial global. Berbagai indeks harga komposit obligasi juga memasukkan obligasi denominasi IDR sebagai salah satu komponen dalam perhitungan. Bahkan, partisipasi asing di dalam pasar obligasi pemerintah denominasi IDR adalah yang tertinggi di antara pasar-pasar obligasi Asia dalam studi kami. Banyak pelaku pasar obligasi memperkirakan harga obligasi pemerintah denominasi IDR dapat terus naik, salah satunya didorong oleh ekspektasi akan meningkatnya *credit profile* Indonesia.

Dalam jangka panjang, selain peringkat obligasi, inflasi juga menjadi salah satu faktor penentu apakah nilai imbal hasil (*yield*) sebesar satu digit pada obligasi pemerintah denominasi IDR dapat bertahan (dengan menggunakan obligasi jangka 10 tahun sebagai acuan). Obligasi pemerintah Indonesia untuk jangka 10 tahun rata-rata masih sekitar 270bps lebih tinggi dari obligasi Filipina yang setara sepanjang periode 2005 sampai 2009. Sementara itu, inflasi y/y Indonesia sekitar 300bps lebih tinggi dari Filipina untuk periode yang sama – sejalan dengan perbedaan imbal hasil untuk obligasi jangka panjang kedua negara. Jika digambarkan dalam grafik, volatilitas imbal hasil obligasi pemerintah negara-negara Asia memiliki korelasi yang kuat dengan rata-rata inflasi dan volatilitas inflasi – terutama di pasar yang memiliki volatilitas yang tinggi, seperti Indonesia dan Filipina (selengkapnya dapat dibaca pada **On the Ground, 23 Februari 2010, 'Asia –**



Inflation volatility). Walaupun analisis ini mungkin menyederhanakan situasi yang sebenarnya (dengan mengesampingkan faktor-faktor lainnya, seperti dinamika permintaan dan penawaran yang juga mempengaruhi imbal hasil), sangatlah jelas bahwa perbaikan struktural dalam pengendalian inflasi dalam jangka panjang – di samping perbaikan profil obligasi pemerintah – akan menjadi kunci penentu untuk menurunkan suku bunga, termasuk juga untuk imbal hasil obligasi.

Grafik 4: Partisipasi asing pada pasar obligasi pemerintah denominasi IDR



Sumber: Standard Chartered Research

Kami menegaskan kembali *outlook* positif kami terhadap obligasi pemerintah dalam IDR, sejalan dengan pandangan kami terhadap tren penguatan IDR. Pembiayaan anggaran pemerintah berjalan dengan lancar, dan sekitar 34% dari target pembiayaan tahun ini telah terpenuhi. Dengan memasukkan obligasi samurai sebesar USD 1,1 seperti yang telah direncanakan, sekitar 40% dari kebutuhan pembiayaan akan terpenuhi. Pembiayaan domestik pada saat ini telah mencapai IDR 41 triliun, lebih tinggi dari target Q1-2010 sebesar 37,6 triliun. Inflasi tahun ini kelihatannya tidak menjadi ancaman – bahkan dengan memperhitungkan dampak kenaikan harga BBM bersubsidi sebesar 30% dan tarif dasar listrik sebesar 15%, inflasi diperkirakan akan tetap berada di bawah 6% di tahun 2010 (meski kami juga memperhatikan bahwa inflasi domestik cenderung rentan bergejolak). Walaupun kemungkinan naiknya suku bunga BI dan meningkatnya laju inflasi (walaupun tetap terkendali) dapat berdampak negatif pada pasar obligasi, kami tetap mempertahankan *outlook* positif untuk saat ini.

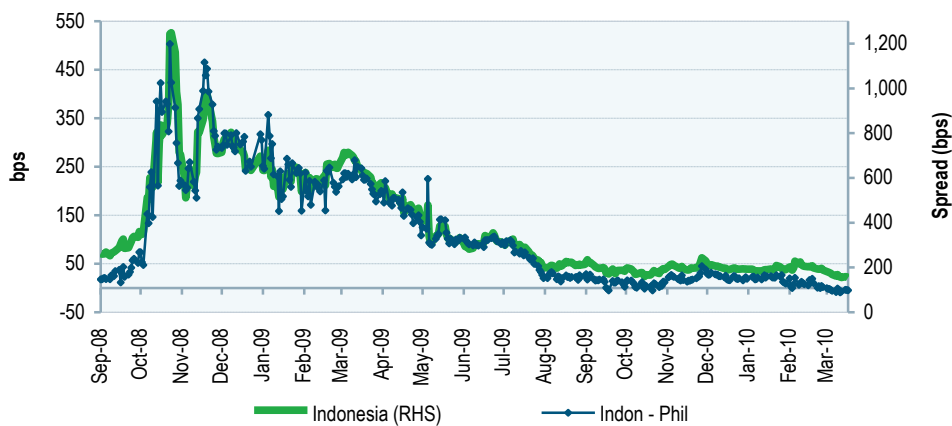
Kredit – *limited upside* untuk *sovereign spreads* dalam kondisi sekarang; fokus pada *quasi-sovereign*, korporasi

Sovereign credit Indonesia tetap menarik bagi para investor penggarap *emerging market*. Selepas pemilu tahun lalu, para investor tetap optimistik terhadap prospek reformasi struktural, termasuk reformasi di bidang ekonomi. Terpilihnya kembali Yudhoyono sebagai presiden memberikan kepastian bahwa reformasi akan terus berjalan. Investor terus berharap bahwa reformasi yang berkelanjutan akan memungkinkan Indonesia mencapai laju pertumbuhan ekonomi yang tinggi dan berkelanjutan. Reformasi juga diperlukan untuk mendorong pengalihan sumber pembiayaan investasi dari arus masuk portofolio oleh asing (FPI) ke pembiayaan investasi langsung oleh asing (FDI). Seperti telah kami ceritakan sebelumnya, pergerakan arus masuk dana asing di masa lalu bersifat sangat labil, dan menyebabkan volatilitas yang sangat tinggi pada IDR, bursa saham, dan pasar surat hutang di Indonesia. Kami yakin bahwa pemerintah dan Bank Indonesia terus melakukan reformasi di bidang ekonomi, yang pada gilirannya akan memperbesar peluang Indonesia untuk memperoleh peningkatan rating.



CDS 5 tahun Indonesia terus turun sejak akhir 2008 – dan secara signifikan menunjukkan kinerja yang lebih baik dibandingkan negara-negara di Asia, termasuk Filipina. Setelah sempat berada pada kisaran 500bps di bulan Oktober 2008, *spread* CDS 5 tahun Indonesia terhadap CDS Filipina terus mengecil. Walaupun investor terus mengalokasikan dana ke negara-negara Asia – terutama Filipina dan Indonesia – *spread* yang ada sebenarnya sudah cukup dieksploitasi. Karena para pelaku pasar sudah memasukkan berbagai berita bagus ke dalam perhitungan harga mereka (*price-in*), kami memperkirakan makin terbatasnya kemungkinan *spread* untuk bisa melebar. Karenanya, kami menyarankan peningkatan *exposure* kepada obligasi *quasi-sovereign* dan korporasi ketimbang pada obligasi pemerintah. Khususnya, kami merekomendasikan PLN 7.75% untuk 2020 (dan jatuh tempo lebih panjang) dibandingkan INDON 5.875% untuk 2020 (dan jatuh tempo lebih panjang); saat ini selisih *spread* kedua obligasi ini berada pada kisaran 140bp. Sementara itu, hanya obligasi Sukuk INDON 2014 yang menawarkan keuntungan yang signifikan. Akhirnya, kami tetap menyukai obligasi korporasi yang bergerak di bidang komoditas – terutama Adaro and Ciliandra.

Grafik 5: Spread antara CDS Indonesia dan Filipina mengecil



Sumber: Bloomberg, Standard Chartered Research



Disclosures Appendix

Regulatory disclosure

Subject companies: --.

Standard Chartered Bank and/or its affiliate(s) has received compensation from this company for the provision of investment banking or financial advisory services within the past year: Republic of Indonesia

Global disclaimer

SCB makes no representation or warranty of any kind, express, implied or statutory regarding this document or any information contained or referred to on the document.

If you are receiving this document in any of the countries listed below, please note the following:

United Kingdom: Standard Chartered Bank ("SCB") is authorised and regulated in the United Kingdom by the Financial Services Authority ("FSA"). This communication is not directed at Retail Clients in the European Economic Area as defined by Directive 2004/39/EC. Nothing in this document constitutes a personal recommendation or investment advice as defined by Directive 2004/39/EC.

Australia: The Australian Financial Services Licence for SCB is Licence No: 246833 with the following Australian Registered Business Number (ARBN : 097571778). Australian investors should note that this document was prepared for wholesale investors only (as defined by Australian Corporations legislation).

China: This document is being distributed in China by, and is attributable to, Standard Chartered Bank (China) Limited which is mainly regulated by China Banking Regulatory Commission (CBRC), State Administration of Foreign Exchange (SAFE), and People's Bank of China (PBoC).

Hong Kong: This document is being distributed in Hong Kong by, and is attributable to, Standard Chartered Bank (Hong Kong) Limited which is regulated by the Hong Kong Monetary Authority.

Japan: This document is being distributed to the Specified Investors, as defined by the Financial Instruments and Exchange Law of Japan (FIEL), for information only and not for the purpose of soliciting any Financial Instruments Transactions as defined by the FIEL or any Specified Deposits, etc. as defined by the Banking Law of Japan.

Singapore: This document is being distributed in Singapore by SCB Singapore branch only to accredited investors, expert investors or institutional investors, as defined in the Securities and Futures Act, Chapter 289 of Singapore. Recipients in Singapore should contact SCB Singapore branch in relation to any matters arising from, or in connection with, this document.

South Africa: SCB is licensed as a Financial Services Provider in terms of Section 8 of the Financial Advisory and Intermediary Services Act 37 of 2002. SCB is a Registered Credit provider in terms of the National Credit Act 34 of 2005 under registration number NCRCP4.

UAE (DIFC): SCB is regulated in the Dubai International Financial Centre by the Dubai Financial Services Authority. This document is intended for use only by Professional Clients and should not be relied upon by or be distributed to Retail Clients.

United States: Except for any documents relating to foreign exchange, FX or global FX, Rates or Commodities, distribution of this document in the United States or to US persons is intended to be solely to major institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) under the US Securities Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and agree that they are a major institutional investor and understand the risks involved in executing transactions in securities. Any US recipient of this document wanting additional information or to effect any transaction in any security or financial instrument mentioned herein, must do so by contacting a registered representative of Standard Chartered Securities (North America) Inc., 1 Madison Avenue, New York, N.Y. 10010, US, tel + 1 212 667 1000.

WE DO NOT OFFER OR SELL SECURITIES TO U.S. PERSONS UNLESS EITHER (A) THOSE SECURITIES ARE REGISTERED FOR SALE WITH THE U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION AND WITH ALL APPROPRIATE U.S. STATE AUTHORITIES; OR (B) THE SECURITIES OR THE SPECIFIC TRANSACTION QUALIFY FOR AN EXEMPTION UNDER THE U.S. FEDERAL AND STATE SECURITIES LAWS NOR DO WE OFFER OR SELL SECURITIES TO U.S. PERSONS UNLESS (i) WE, OUR AFFILIATED COMPANY AND THE APPROPRIATE PERSONNEL ARE PROPERLY REGISTERED OR LICENSED TO CONDUCT BUSINESS; OR (ii) WE, OUR AFFILIATED COMPANY AND THE APPROPRIATE PERSONNEL QUALIFY FOR EXEMPTIONS UNDER APPLICABLE U.S. FEDERAL AND STATE LAWS.

The information on this document is provided for information purposes only. It does not constitute any offer, recommendation or solicitation to any person to enter into any transaction or adopt any hedging, trading or investment strategy, nor does it constitute any prediction of likely future movements in rates or prices or any representation that any such future movements will not exceed those



shown in any illustration. Users of this document should seek advice regarding the appropriateness of investing in any securities, financial instruments or investment strategies referred to on this document and should understand that statements regarding future prospects may not be realised. Opinions, projections and estimates are subject to change without notice.

The value and income of any of the securities or financial instruments mentioned in this document can fall as well as rise and an investor may get back less than invested. Foreign-currency denominated securities and financial instruments are subject to fluctuation in exchange rates that could have a positive or adverse effect on the value, price or income of such securities and financial instruments.

Past performance is not indicative of comparable future results and no representation or warranty is made regarding future performance.

SCB is not a legal or tax adviser, and is not purporting to provide you with legal or tax advice. If you have any queries as to the legal or tax implications of any investment you should seek independent legal and/or tax advice.

SCB, and/or a connected company, may have a position in any of the instruments or currencies mentioned in this document. SCB has in place policies and procedures and physical information walls between its Research Department and differing public and private business functions to help ensure confidential information, including 'inside' information is not publicly disclosed unless in line with its policies and procedures and the rules of its regulators. You are advised to make your own independent judgment with respect to any matter contained herein.

SCB and/or any member of the SCB group of companies may at any time, to the extent permitted by applicable law and/or regulation, be long or short any securities or financial instruments referred to on the website or have a material interest in any such securities or related investment, or may be the only market maker in relation to such investments, or provide, or have provided advice, investment banking or other services, to issuers of such investments.

SCB accepts no liability and will not be liable for any loss or damage arising directly or indirectly (including special, incidental or consequential loss or damage) from your use of this document, howsoever arising, and including any loss, damage or expense arising from, but not limited to, any defect, error, imperfection, fault, mistake or inaccuracy with this document, its contents or associated services, or due to any unavailability of the document or any part thereof or any contents or associated services.

Copyright: Standard Chartered Bank 2010. Copyright in all materials, text, articles and information contained herein is the property of, and may only be reproduced with permission of an authorised signatory of, Standard Chartered Bank. Copyright in materials created by third parties and the rights under copyright of such parties is hereby acknowledged. Copyright in all other materials not belonging to third parties and copyright in these materials as a compilation vests and shall remain at all times copyright of Standard Chartered Bank and should not be reproduced or used except for business purposes on behalf of Standard Chartered Bank or save with the express prior written consent of an authorised signatory of Standard Chartered Bank. All rights reserved. © Standard Chartered Bank 2010.

Regulation AC Disclosure:

The research analyst or analysts responsible for the content of this research report certify that: (1) the views expressed and attributed to the research analyst or Analysts in the research report accurately reflect their personal opinion(s) about the subject securities and issuers and/or other subject matter as appropriate; and, (2) No part of his or her compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this research report. On a general basis, the efficacy of recommendations is a factor in the performance appraisals of analysts.

Data available as of 09:00 GMT 05 April 2010. This document is released at 09:00 GMT 05 April 2010.

Document approved by: Fauzi Ichsan, Senior Economist

Contacts

Chief Economist and Group Head of Global Research

Gerard Lyons
+44 20 7885 6988
Gerard.Lyons@sc.com

Global

Alex Barrett	Head of Client Research	London +44 20 7885 6137 Alex.Barrett@sc.com
Callum Henderson	Head of FX Research	Singapore +65 6530 3282 Callum.Henderson@sc.com
Christine Shields	Head of Country Risk Research	London +44 20 7885 7068 Christine.Shields@sc.com
Christophe Duval-Kieffer	Head of Quantitative Research	London +44 20 7885 5149 Christophe.DuvalKieffer@sc.com
Helen Henton	Head of Commodity Research	London +44 20 7885 7281 Helen.Henton@sc.com
Kaushik Rudra	Head of Credit Research	Singapore +65 6427 5259 Kaushik.Rudra@sc.com
Razia Khan	Head of Macroeconomic Research	London +44 20 7885 6914 Razia.Khan@sc.com

East

Nicholas Kwan	Head of Research, East	Hong Kong +852 2821 1013 Nicholas.Kwan@sc.com
---------------	------------------------	---

China

Stephen Green	Regional Head of Research, Greater China	Shanghai +86 21 6168 5018 Stephen.Green@sc.com
---------------	--	--

Korea

Suktae Oh	Regional Head of Research, Korea	Korea + 822 3702 5011 Suktae.Oh@scfirstbank.com
-----------	----------------------------------	---

South East Asia

Tai Hui	Regional Head of Research, South East Asia	Singapore +65 6530 3464 Tai.Hui@sc.com
---------	--	--

West

Marios Maratheftis	Head of Research, West	Dubai +9714 508 3311 Marios.Maratheftis@sc.com
--------------------	------------------------	--

Africa

Razia Khan	Regional Head of Research, Africa	London +44 20 7885 6914 Razia.Khan@sc.com
------------	-----------------------------------	---

Americas

David Mann	Regional Head of Research, the Americas	New York +1 646 845 1279 David.Mann@sc.com
------------	---	--

Latin America

Douglas Smith	Regional Head of Research, Latin America and Mexico	New York +1 212 667 0564 Douglas.Smith@sc.com
---------------	---	---

Europe

Christophe Duval-Kieffer	Regional Head of Research, Europe	London +44 20 7885 5149 Christophe.DuvalKieffer@sc.com
--------------------------	-----------------------------------	--

India

Samiran Chakraborty	Regional Head of Research, India	Mumbai + 91 22 6735 0049 Samiran.Chakraborty@sc.com
---------------------	----------------------------------	---