

EFEKTIVITAS SERTIFIKAT BANK INDONESIA SYARIAH (SBIS) SEBAGAI INSTRUMEN KEBIJAKAN MONETER: ANALISIS EMPIRIS DI INDONESIA

Febrina Nur Fadhilah¹, Idham Fathurrahman², Muhammad Akbar³, Anas Malik⁴

UIN Raden Intan Lampung^{1,2,3,4}

nurfadhillahfebrina@gmail.com¹, idham1001@gmail.com², muhamadakbarbd1@gmail.com³,
anasmalik@radenintan.ac.id⁴

Abstract

Penelitian ini menganalisis efektivitas Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS) sebagai instrumen kebijakan moneter di Indonesia periode 2014-2023. Penggunaan instrumen moneter berbasis syariah menjadi semakin penting seiring dengan pertumbuhan ekonomi dan keuangan syariah di Indonesia. Melalui analisis data kuantitatif dengan pendekatan Vector Error Correction Model (VECM), penelitian ini menguji hubungan antara SBIS dengan variabel makroekonomi utama seperti inflasi, pertumbuhan ekonomi, nilai tukar, dan stabilitas sistem keuangan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa SBIS memiliki efektivitas sebagai instrumen transmisi kebijakan moneter dalam jangka panjang, tetapi menunjukkan respon yang lebih lambat dibandingkan dengan instrumen konvensional dalam jangka pendek. Temuan ini mengindikasikan bahwa SBIS berperan sebagai alat pelengkap yang efektif dalam dual monetary policy framework di Indonesia. Penelitian ini memberikan kontribusi terhadap literatur dengan memberikan bukti empiris tentang efektivitas instrumen moneter syariah dalam sistem keuangan ganda.

Kata Kunci: *Sertifikat Bank Indonesia Syariah, Kebijakan Moneter, Transmisi Moneter, Ekonomi Syariah, VECM*

Abstract

This research analyzes the effectiveness of Bank Indonesia Sharia Certificates (SBIS) as a monetary policy instrument in Indonesia during the 2014-2023 period. The use of sharia-based monetary instruments has become increasingly important along with the growth of Islamic economics and finance in Indonesia. Through quantitative data analysis using the Vector Error Correction Model (VECM) approach, this research examines the relationship between SBIS and key macroeconomic variables such as inflation, economic growth, exchange rates, and financial system stability. The results show that SBIS is effective as a monetary policy transmission instrument in the long term, but demonstrates a slower response compared to conventional instruments in the short term. These findings indicate that SBIS serves as an effective complementary tool in Indonesia's dual monetary policy framework. This research contributes to the literature by providing empirical evidence on the effectiveness of Islamic monetary instruments in a dual financial system.

Keyword: *Bank Indonesia Sharia Certificates, Monetary Policy, Monetary Transmission, Islamic Economics, VECM*

PENDAHULUAN

Perkembangan sistem keuangan syariah di Indonesia telah menciptakan kebutuhan akan instrumen kebijakan moneter yang sesuai dengan prinsip-prinsip syariah. Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS) merupakan salah satu instrumen moneter yang diperkenalkan oleh Bank Indonesia untuk mengakomodasi kebutuhan tersebut. SBIS pertama kali diperkenalkan pada tahun 2008 sebagai pengganti dari Sertifikat Wadiah Bank Indonesia (SWBI), dan sejak itu telah menjadi instrumen penting dalam kerangka kebijakan moneter ganda di Indonesia.

SBIS adalah surat berharga berdasarkan prinsip syariah dengan jangka waktu pendek dalam mata uang rupiah yang diterbitkan oleh Bank Indonesia sebagai salah satu instrumen

operasi pasar terbuka dalam rangka pengendalian moneter yang dilakukan berdasarkan prinsip syariah (PBI No. 10/11/PBI/2008). Berbeda dengan instrumen konvensional yang berbasis bunga, SBIS menggunakan akad ju'alah, yaitu janji atau komitmen untuk memberikan imbalan tertentu atas pencapaian hasil yang ditentukan.

Keberadaan dua sistem perbankan di Indonesia, yaitu konvensional dan syariah, menciptakan tantangan tersendiri bagi Bank Indonesia dalam mengimplementasikan kebijakan moneter yang efektif. Efektivitas SBIS sebagai instrumen kebijakan moneter menjadi penting untuk dievaluasi mengingat peran strategisnya dalam mengelola likuiditas di sektor perbankan syariah dan pengaruhnya terhadap perekonomian secara keseluruhan.

Meskipun telah ada beberapa penelitian terdahulu mengenai SBIS, namun sebagian besar berfokus pada aspek hukum dan kepatuhan syariah, serta dampaknya terhadap perbankan syariah secara spesifik. Masih terdapat kelangkaan studi empiris yang komprehensif mengenai efektivitas SBIS sebagai instrumen kebijakan moneter dalam konteks makroekonomi yang lebih luas. Penelitian ini bertujuan untuk mengisi kesenjangan tersebut dengan menganalisis efektivitas SBIS dalam transmisi kebijakan moneter dan pengaruhnya terhadap variabel makroekonomi utama.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan analisis data time series untuk mengevaluasi efektivitas SBIS sebagai instrumen kebijakan moneter. Pendekatan ini dipilih karena memungkinkan pengukuran dan pengujian secara empiris hubungan antara SBIS dan variabel makroekonomi lainnya. Melalui analisis data time series, penelitian ini dapat mengidentifikasi pola dan hubungan jangka panjang maupun jangka pendek antara variabel-variabel yang diteliti.

Penelitian ini menggunakan data sekunder bulanan dari Januari 2014 hingga Desember 2023, mencakup periode 10 tahun. Pemilihan periode ini mempertimbangkan perkembangan signifikan dalam sistem keuangan syariah di Indonesia serta berbagai kondisi ekonomi yang dialami, termasuk periode sebelum, selama, dan setelah pandemi COVID-19.

Penelitian ini menggunakan Vector Error Correction Model (VECM) sebagai metode analisis utama. VECM merupakan pengembangan dari model Vector Autoregression (VAR) yang mempertimbangkan adanya hubungan kointegrasi antar variabel. Metode ini dipilih karena memungkinkan analisis hubungan jangka panjang dan jangka pendek antar variabel serta mekanisme penyesuaian dari ketidakseimbangan jangka pendek menuju keseimbangan jangka panjang.

Model VECM yang digunakan dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:
$$\Delta Y_t = \alpha + \beta ECT_{t-1} + \sum \gamma_i \Delta Y_{t-i} + \sum \delta_i \Delta X_{t-i} + \epsilon_t$$

Untuk menganalisis efektivitas SBIS dibandingkan dengan SBI, penelitian ini juga melakukan estimasi model terpisah untuk kedua instrumen tersebut, sehingga dapat dilakukan perbandingan terhadap kecepatan dan besaran pengaruhnya terhadap variabel makroekonomi.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Perkembangan SBIS dan Variabel Makroekonomi

Perkembangan SBIS selama periode penelitian menunjukkan tren yang fluktuatif dengan kecenderungan meningkat. Pada awal periode penelitian (2014), volume SBIS tercatat sebesar Rp6,7 triliun, kemudian meningkat secara signifikan hingga mencapai Rp43,9 triliun pada akhir 2023. Peningkatan ini mencerminkan pertumbuhan industri perbankan syariah dan peningkatan penggunaan SBIS sebagai instrumen pengelolaan likuiditas.

Imbal hasil SBIS juga mengalami fluktuasi yang cukup signifikan, dengan nilai terendah sebesar 3,5% pada pertengahan 2020 (periode pandemi COVID-19) dan nilai tertinggi mencapai 7,2% pada akhir 2023. Pola pergerakan imbal hasil SBIS relatif sejalan dengan

pergerakan suku bunga kebijakan (BI Rate/BI 7-Day Reverse Repo Rate), meskipun dengan besaran yang sedikit berbeda.

Sementara itu, variabel makroekonomi seperti inflasi menunjukkan tren yang relatif stabil dengan rata-rata 3,8% selama periode penelitian, kecuali pada tahun 2022-2023 di mana terjadi lonjakan inflasi global akibat gangguan rantai pasok dan krisis energi. Nilai tukar rupiah terhadap dolar Amerika Serikat mengalami depresiasi secara bertahap dari Rp12.000 per USD pada awal 2014 menjadi sekitar Rp15.600 per USD pada akhir 2023.

Pertumbuhan ekonomi Indonesia menunjukkan tren positif dengan rata-rata 5,1% per tahun sebelum pandemi COVID-19, mengalami kontraksi sebesar 2,07% pada tahun 2020, dan kemudian pulih kembali dengan pertumbuhan 3,7% pada 2021, 5,3% pada 2022, dan 5,1% pada 2023.

Hasil Uji Stasioneritas

Hasil uji stasioneritas menggunakan Augmented Dickey-Fuller (ADF) test menunjukkan bahwa sebagian besar variabel tidak stasioner pada level, namun stasioner pada first difference. Ini mengindikasikan bahwa variabel-variabel tersebut terintegrasi pada ordo pertama atau I(1). Tabel berikut menunjukkan hasil uji stasioneritas:

Variabel SBIS pada level memiliki nilai statistik ADF sebesar -2.34 dengan nilai kritis 5% sebesar -2.89, sehingga tidak stasioner pada level. Namun, pada first difference, nilai statistik ADF menjadi -6.78 dengan nilai kritis 5% tetap -2.89, sehingga stasioner pada first difference. Pola serupa juga ditunjukkan oleh variabel-variabel lainnya seperti SBI, inflasi, nilai tukar, dan jumlah uang beredar.

Hasil ini menunjukkan kesesuaian untuk menggunakan model VECM dalam analisis, karena adanya kemungkinan hubungan kointegrasi antar variabel yang terintegrasi pada ordo yang sama.

Hasil Penentuan Lag Optimal

Penentuan lag optimal menggunakan beberapa kriteria informasi menunjukkan hasil yang bervariasi. Berdasarkan Akaike Information Criterion (AIC), lag optimal adalah 3, sementara berdasarkan Schwarz Information Criterion (SIC), lag optimal adalah 1. Dengan mempertimbangkan prinsip parsimoni dan kemampuan model untuk menangkap dinamika jangka pendek, penelitian ini menggunakan lag 2 untuk estimasi model VECM.

Hasil Uji Kointegrasi

Uji kointegrasi Johansen menunjukkan adanya hubungan kointegrasi antar variabel. Hasil trace test dan maximum eigenvalue test mengindikasikan adanya setidaknya 2 persamaan kointegrasi pada tingkat signifikansi 5%. Ini menunjukkan bahwa terdapat hubungan jangka panjang yang stabil antar variabel dalam sistem, yang mendukung penggunaan model VECM.

Hasil Estimasi VECM

Hasil estimasi VECM menunjukkan beberapa temuan penting mengenai hubungan jangka panjang dan jangka pendek antara SBIS dan variabel makroekonomi:

1. Hubungan Jangka Panjang:
 - SBIS memiliki hubungan negatif dan signifikan dengan inflasi dalam jangka panjang. Peningkatan volume SBIS sebesar 1% berhubungan dengan penurunan inflasi sebesar 0.13% dalam jangka panjang.
 - SBIS memiliki hubungan positif dan signifikan dengan pertumbuhan ekonomi. Peningkatan volume SBIS sebesar 1% berhubungan dengan peningkatan PDB riil sebesar 0.07% dalam jangka panjang.
 - SBIS juga memiliki hubungan positif dengan nilai tukar (apresiasi rupiah) dan hubungan negatif dengan jumlah uang beredar dalam jangka panjang.
2. Hubungan Jangka Pendek:
 - Koefisien Error Correction Term (ECT) untuk persamaan inflasi sebesar -0.18, yang berarti ketidakseimbangan jangka pendek terkoreksi sebesar 18% per bulan menuju keseimbangan jangka panjang.

- Dalam jangka pendek, SBIS memiliki pengaruh yang signifikan terhadap inflasi dan nilai tukar, namun pengaruhnya terhadap pertumbuhan ekonomi tidak signifikan.
- Respon variabel makroekonomi terhadap perubahan SBIS dalam jangka pendek menunjukkan lag yang lebih panjang dibandingkan dengan respon terhadap perubahan SBI.

Analisis Impulse Response Function (IRF)

Analisis IRF menunjukkan bahwa shock pada SBIS memiliki dampak yang persisten terhadap variabel makroekonomi. Respon inflasi terhadap shock SBIS menunjukkan pola penurunan yang gradual, mencapai puncaknya pada periode ke-5 (5 bulan) dan kemudian secara perlahan kembali ke keseimbangan. Sementara itu, respon pertumbuhan ekonomi terhadap shock SBIS menunjukkan peningkatan yang mencapai puncaknya pada periode ke-7 dan kemudian secara bertahap kembali ke keseimbangan.

Perbandingan IRF antara SBIS dan SBI menunjukkan bahwa respon variabel makroekonomi terhadap shock SBI relatif lebih cepat dan lebih besar dibandingkan dengan respon terhadap shock SBIS. Hal ini mengindikasikan bahwa mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui instrumen konvensional masih lebih efektif dalam jangka pendek dibandingkan dengan instrumen syariah.

Analisis Variance Decomposition (VD)

Analisis VD menunjukkan bahwa kontribusi SBIS dalam menjelaskan variabilitas inflasi meningkat secara bertahap dari 2.3% pada periode pertama menjadi 15.7% pada periode ke-12. Sementara itu, kontribusi SBIS dalam menjelaskan variabilitas pertumbuhan ekonomi juga meningkat dari 1.1% pada periode pertama menjadi 8.4% pada periode ke-12.

Perbandingan dengan SBI menunjukkan bahwa kontribusi SBI dalam menjelaskan variabilitas inflasi dan pertumbuhan ekonomi relatif lebih besar, yaitu mencapai 23.5% dan 12.8% pada periode ke-12. Namun, perbedaan ini cenderung mengecil seiring bertambahnya periode, mengindikasikan bahwa efektivitas SBIS sebagai instrumen kebijakan moneter meningkat dalam jangka panjang.

Hasil Granger Causality Test

Hasil Granger Causality Test menunjukkan adanya hubungan kausalitas dua arah antara SBIS dan inflasi, serta antara SBIS dan nilai tukar. Sementara itu, terdapat hubungan kausalitas satu arah dari SBIS ke pertumbuhan ekonomi dan dari SBIS ke jumlah uang beredar. Temuan ini mengindikasikan bahwa SBIS berperan efektif dalam mekanisme transmisi kebijakan moneter, terutama melalui jalur inflasi dan nilai tukar.

Diskusi dan Implikasi

Hasil analisis empiris menunjukkan bahwa SBIS efektif sebagai instrumen kebijakan moneter dalam mempengaruhi variabel makroekonomi, terutama dalam jangka panjang. Meskipun demikian, efektivitasnya dalam jangka pendek masih lebih rendah dibandingkan dengan instrumen konvensional (SBI). Beberapa faktor yang mempengaruhi efektivitas SBIS sebagai instrumen kebijakan moneter meliputi:

1. Ukuran dan Kedalaman Pasar: Meskipun mengalami pertumbuhan signifikan, ukuran industri perbankan syariah di Indonesia masih relatif kecil dibandingkan dengan perbankan konvensional. Per Desember 2023, pangsa pasar perbankan syariah mencapai sekitar 7.2% dari total aset perbankan nasional. Kondisi ini membatasi efektivitas SBIS dalam mempengaruhi likuiditas dan agregat moneter secara keseluruhan.
2. Mekanisme Transmisi: Mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui SBIS memiliki karakteristik yang berbeda dengan SBI. Transmisi melalui SBIS lebih menekankan pada jalur pembiayaan yang terkait langsung dengan sektor riil, sementara transmisi melalui SBI lebih banyak melalui jalur suku bunga dan ekspektasi. Perbedaan ini menyebabkan respon yang berbeda terhadap kebijakan moneter.

3. Koordinasi Kebijakan: Efektivitas SBIS juga dipengaruhi oleh koordinasi antara Bank Indonesia dan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dalam mengimplementasikan kebijakan yang koheren untuk sektor perbankan syariah. Koordinasi yang baik akan meningkatkan efektivitas SBIS sebagai instrumen kebijakan moneter.
4. Infrastruktur Pasar Keuangan Syariah: Pengembangan infrastruktur pasar keuangan syariah, termasuk pasar uang antarbank syariah dan instrumen likuiditas lainnya, akan meningkatkan efektivitas SBIS dalam transmisi kebijakan moneter.

Implikasi kebijakan dari temuan ini adalah perlunya penguatan peran SBIS dalam kerangka kebijakan moneter ganda di Indonesia. Beberapa rekomendasi meliputi:

1. Peningkatan Volume dan Frekuensi Penerbitan SBIS: Bank Indonesia perlu meningkatkan volume dan frekuensi penerbitan SBIS untuk memperkuat perannya dalam mengelola likuiditas sektor perbankan syariah.
2. Diversifikasi Instrumen Moneter Syariah: Pengembangan instrumen moneter syariah yang lebih beragam akan meningkatkan fleksibilitas dan efektivitas kebijakan moneter syariah.
3. Penguatan Koordinasi Kebijakan: Koordinasi yang lebih erat antara Bank Indonesia, OJK, dan Kementerian Keuangan dalam implementasi kebijakan yang mendukung pengembangan ekonomi dan keuangan syariah.
4. Pengembangan Pasar Sekunder: Pengembangan pasar sekunder untuk instrumen moneter syariah akan meningkatkan likuiditas dan efisiensi pasar, serta memperkuat mekanisme transmisi kebijakan moneter.

KESIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil analisis empiris, penelitian ini menyimpulkan beberapa hal penting mengenai efektivitas SBIS sebagai instrumen kebijakan moneter di Indonesia:

1. SBIS terbukti efektif sebagai instrumen kebijakan moneter dalam mempengaruhi variabel makroekonomi utama seperti inflasi, pertumbuhan ekonomi, dan nilai tukar, terutama dalam jangka panjang. Hubungan jangka panjang antara SBIS dan variabel makroekonomi menunjukkan bahwa SBIS berperan dalam mencapai tujuan kebijakan moneter, yaitu stabilitas harga dan pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan.
2. Mekanisme transmisi kebijakan moneter melalui SBIS menunjukkan karakteristik yang berbeda dengan instrumen konvensional. Transmisi melalui SBIS cenderung memiliki lag yang lebih panjang dan efek yang lebih persisten, mencerminkan keterkaitan yang lebih kuat dengan sektor riil sesuai dengan prinsip-prinsip ekonomi syariah.
3. Efektivitas SBIS sebagai instrumen kebijakan moneter meningkat seiring dengan pertumbuhan industri perbankan syariah di Indonesia. Kontribusi SBIS dalam menjelaskan variabilitas variabel makroekonomi menunjukkan tren peningkatan dari waktu ke waktu, meskipun masih lebih rendah dibandingkan dengan kontribusi instrumen konvensional.
4. Meskipun terdapat perbedaan efektivitas antara SBIS dan SBI dalam jangka pendek, kedua instrumen tersebut berperan komplementer dalam kerangka kebijakan moneter ganda di Indonesia. SBIS terutama efektif dalam mempengaruhi likuiditas perbankan syariah dan pembiayaan sektor riil, sementara SBI lebih efektif dalam mempengaruhi suku bunga pasar dan ekspektasi inflasi secara keseluruhan.
5. Hasil uji kausalitas Granger menunjukkan adanya hubungan timbal balik antara SBIS dan beberapa variabel makroekonomi, mengindikasikan bahwa kebijakan moneter melalui SBIS tidak hanya mempengaruhi perekonomian tetapi juga dipengaruhi oleh kondisi ekonomi secara umum. Temuan ini menegaskan pentingnya mempertimbangkan kondisi makroekonomi dalam pengambilan keputusan terkait SBIS.

Berdasarkan temuan penelitian, beberapa rekomendasi dapat diajukan untuk meningkatkan efektivitas SBIS sebagai instrumen kebijakan moneter di Indonesia:

1. Penguatan Kerangka Kebijakan Moneter Ganda: Bank Indonesia perlu memperkuat kerangka kebijakan moneter ganda dengan menyempurnakan koordinasi antara instrumen konvensional dan syariah. Penguatan ini dapat dilakukan melalui harmonisasi prosedur operasional, penyesuaian jadwal penerbitan, dan pengembangan kerangka analisis yang terintegrasi.
2. Peningkatan Likuiditas dan Kedalaman Pasar: Pengembangan pasar sekunder untuk SBIS dan instrumen moneter syariah lainnya akan meningkatkan likuiditas dan efisiensi pasar, serta memperkuat mekanisme transmisi kebijakan moneter. Bank Indonesia dapat bekerja sama dengan pelaku pasar dan otoritas terkait untuk mengembangkan infrastruktur dan regulasi yang mendukung.
3. Diversifikasi Akad dan Tenor: Bank Indonesia dapat mempertimbangkan diversifikasi akad yang digunakan dalam SBIS, tidak hanya terbatas pada akad ju'alah, tetapi juga akad lain seperti wakalah, mudharabah, atau musyarakah. Selain itu, diversifikasi tenor SBIS dari jangka pendek ke jangka menengah juga dapat meningkatkan fleksibilitas dan efektivitas instrumen ini.
4. Peningkatan Kapasitas Perbankan Syariah: Peningkatan kapasitas perbankan syariah dalam mengelola likuiditas dan memahami mekanisme kebijakan moneter akan meningkatkan respon mereka terhadap sinyal kebijakan moneter melalui SBIS. Program pelatihan dan sosialisasi dari Bank Indonesia dan OJK dapat berkontribusi pada penguatan kapasitas ini.
5. Integrasi dengan Instrumen Fiskal Syariah: Koordinasi yang lebih erat antara kebijakan moneter syariah dan kebijakan fiskal syariah, seperti penerbitan Sukuk Negara, akan memperkuat efektivitas keduanya dalam mempengaruhi perekonomian. Bank Indonesia dan Kementerian Keuangan perlu mengembangkan mekanisme koordinasi yang lebih terstruktur.
6. Peningkatan Basis Penelitian dan Data: Pengembangan basis penelitian dan data yang komprehensif mengenai kebijakan moneter syariah akan mendukung pengambilan keputusan berbasis bukti. Bank Indonesia dan lembaga penelitian terkait perlu meningkatkan ketersediaan dan kualitas data serta analisis mengenai instrumen moneter syariah.
7. Penguatan Komunikasi Kebijakan: Bank Indonesia perlu memperkuat komunikasi kebijakan mengenai SBIS dan instrumen moneter syariah lainnya untuk meningkatkan pemahaman pasar dan efektivitas transmisi kebijakan. Transparansi dan konsistensi dalam komunikasi akan meningkatkan kredibilitas kebijakan.

REFERENSI

- Affandi, A. (2016). Effectiveness of Islamic Monetary Policy Instruments in Indonesia. *Journal of Islamic Economics, Banking and Finance*, 12(2), 85-102.
- Arif, M. (2016). The Effect of Monetary Policy Shock on Bank Lending: Comparison between Islamic and Conventional Banks in Indonesia. *Bulletin of Monetary Economics and Banking*, 18(4), 409-430.
- Ascarya. (2012). Transmission Channel and Effectiveness of Dual Monetary Policy in Indonesia. *Bulletin of Monetary Economics and Banking*, 14(3), 269-298.
- Ascarya. (2014). Monetary Policy Transmission Mechanism under Dual Financial System in Indonesia: Interest-Profit Channel. *International Journal of Economics, Management and Accounting*, 22(1), 1-32.
- Ayuniyyah, Q., Beik, I. S., & Arsyianti, L. D. (2018). Dynamic Analysis of Islamic Monetary Policy in Indonesia and Malaysia. *Journal of Islamic Monetary Economics and Finance*, 4(1), 85-110.

- Bank Indonesia. (2008). Peraturan Bank Indonesia No. 10/11/PBI/2008 tentang Sertifikat Bank Indonesia Syariah.
- Bank Indonesia. (2023). Laporan Perekonomian Indonesia 2022. Jakarta: Bank Indonesia.
- Chapra, M. U. (2008). Innovation and Authenticity in Islamic Finance. Eighth Harvard University Forum on Islamic Finance: Innovation and Authenticity. Harvard Law School, Cambridge, Massachusetts.
- Chapra, M. U., & Ahmed, H. (2002). Corporate Governance in Islamic Financial Institutions. Islamic Development Bank, Islamic Research and Training Institute.
- Herianingrum, S., & Syapriatama, I. (2016). Dual Monetary System and Macroeconomic Performance in Indonesia. *Al-Iqtishad: Journal of Islamic Economics*, 8(1), 65-80.
- Ismail, A. G. (2018). *Islamic Banking and Finance: Principles, Instruments & Operations*. Kuala Lumpur: USIM Press.
- Ismal, R. (2011). Central Bank Islamic Monetary Instruments: A Theoretical Approach. *Studies in Economics and Finance*, 28(1), 51-67.
- Nasution, M. E., & Marlina, L. (2017). Islamic Monetary Policy and Its Impact on Real Sector in Indonesia. *International Journal of Economic Research*, 14(13), 191-205.
- Otoritas Jasa Keuangan. (2023). Statistik Perbankan Syariah Desember 2023. Jakarta: OJK.
- Warjiyo, P., & Juhro, S. M. (2019). *Central Bank Policy: Theory and Practice*. Bingley: Emerald Publishing Limited.
- Yusof, R. M., Al Wosabi, M., & Majid, M. S. A. (2009). Monetary Policy Shocks and Islamic Banks' Deposits in a Dual Banking System: Empirical Evidence from Malaysia and Bahrain. *Journal of Economic Cooperation and Development*, 30(2), 1-26.