

# ***Effectiveness of Islamic Monetary Instruments in Controlling Inflation: Evidence from Indonesia's Experience***

## **Efektivitas Instrumen Moneter Syariah dalam Pengendalian Inflasi: Bukti Empiris Komprehensif dari Indonesia**

**Riri Aprilia Nur Afifah**

Universitas Muhammadiyah Yogyakarta, Indonesia

### **Article Info**

#### **Corresponding Author:**

Penulis Korespondensi

✉ [ririaprilianurariah995@gmail.com](mailto:ririaprilianurariah995@gmail.com)

#### **Keyword:**

*Islamic Monetary Instruments; Inflation Control; VECM; Liquidity Transmission; Indonesia.*

#### **Kata Kunci:**

Instrumen Moneter Syariah; Pengendalian Inflasi; VECM; Transmisi Likuiditas; Indonesia.

### **Abstract**

*This study examines the effectiveness of Islamic monetary instruments in controlling inflation within Indonesia's dual monetary framework. Utilizing monthly data from January 2017 to December 2022, a Vector Error Correction Model (VECM) is estimated to capture both short- and long-run dynamics between Consumer Price Index inflation and three core Shariah instruments: the Shariah Bank Indonesia Certificate (SBIS), the Shariah Deposit Facility (FASBIS), and the Islamic Interbank Money Market rate (PUAS). Unit root and Johansen cointegration tests confirm all series are  $I(1)$  and cointegrated, validating the VECM approach. Long-run coefficients reveal that FASBIS and PUAS exert significant negative impacts on inflation, whereas SBIS exhibits a counterintuitive positive association. Impulse Response Functions and Forecast Error Variance Decomposition further demonstrate that PUAS contributes most to inflation variance, followed by FASBIS, with SBIS contributing minimally. The findings suggest that liquidity-focused instruments (FASBIS and PUAS) are more reliable for inflation control, while SBIS's structural limitations hinder its effectiveness. Policy implications include shifting emphasis towards interbank liquidity management and strengthening transmission channels for Shariah monetary policy.*

### **Abstrak**

Penelitian ini menganalisis efektivitas instrumen moneter syariah dalam mengendalikan inflasi di tengah kerangka moneter ganda Indonesia. Menggunakan data bulanan Januari 2017–Desember 2022, model Vector Error Correction (VECM) diestimasi untuk menangkap dinamika jangka pendek dan panjang antara inflasi Indeks Harga Konsumen dengan tiga instrumen utama: Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS), Fasilitas Simpanan Bank Indonesia Syariah (FASBIS), dan tingkat Pasar Uang Antarbank Syariah (PUAS). Uji akar unit dan kointegrasi Johansen mengonfirmasi bahwa semua seri bersifat  $I(1)$  dan terkointegrasi, sehingga VECM tepat digunakan. Koefisien jangka panjang menunjukkan FASBIS dan PUAS berpengaruh negatif signifikan terhadap inflasi, sedangkan SBIS menunjukkan hubungan positif kontra-intuitif. Analisis Impulse Response dan Forecast Error Variance Decomposition mengungkap kontribusi terbesar varian inflasi berasal dari PUAS, diikuti FASBIS, dan SBIS paling rendah. Temuan menunjukkan instrumen yang memfokuskan pada likuiditas (FASBIS dan PUAS) lebih andal untuk pengendalian inflasi, sementara SBIS terhambat oleh faktor struktural. Implikasi kebijakan mencakup penekanan pada manajemen likuiditas antarbank dan penguatan jalur transmisi kebijakan moneter syariah.



Copyright: © 2025 by the authors. Submitted for possible open access publication under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution (CC BY SA) license (<https://creativecommons.org/licenses/by-sa/4.0/>)

## **A. PENDAHULUAN**

### **1. Latar Belakang**

Indonesia mengoperasikan arsitektur sistem keuangan yang unik, ditandai oleh implementasi sistem moneter ganda (*dual monetary system*) di mana perbankan konvensional dan syariah beroperasi secara berdampingan di bawah satu otoritas moneter tunggal, yaitu Bank Indonesia (BI) [1]. Sejak tahun 2005, Bank Indonesia secara formal mengadopsi Kerangka Kerja Penargetan Inflasi (*Inflation Targeting Framework - ITF*) sebagai landasan kebijakan moneternya, yang secara eksplisit menetapkan stabilitas harga sebagai tujuan utama dan akhir. Implementasi ITF dalam konteks sistem ganda ini menuntut Bank Indonesia untuk memiliki perangkat instrumen kebijakan yang efektif tidak hanya untuk sektor konvensional, tetapi juga untuk sektor syariah guna mencapai sasaran inflasi nasional yang telah ditetapkan bersama pemerintah [2].

Seiring dengan pertumbuhan aset dan pangsa pasar sektor perbankan syariah yang terus meningkat meskipun kontribusinya masih relatif terbatas pada kisaran 7% dari total aset perbankan nasional kebutuhan akan instrumen moneter syariah yang berdedikasi menjadi semakin krusial [3]. Instrumen-instrumen ini, yang secara kolektif dikenal sebagai Operasi Moneter Syariah (OMS), dirancang untuk mengelola likuiditas perbankan syariah dan memastikan efektivitas transmisi kebijakan moneter secara keseluruhan [1]. Terdapat tiga instrumen utama yang menjadi fokus dalam kerangka OMS. Pertama, Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS), yaitu surat berharga jangka pendek berbasis prinsip syariah yang diterbitkan oleh BI melalui mekanisme lelang sebagai instrumen Operasi Pasar Terbuka (OPT) untuk menyerap kelebihan likuiditas (bersifat kontraksioner) [3]. Kedua, Fasilitas Simpanan Bank Indonesia Syariah (FASBIS), sebuah *standing facility* yang memungkinkan bank syariah menempatkan kelebihan dana jangka pendek (umumnya *overnight*) di Bank Indonesia, berfungsi sebagai batas bawah (*floor*) bagi imbal hasil pasar uang antarbank dan sebagai instrumen absorpsi likuiditas [1]. Ketiga, Pasar Uang Antarbank Syariah (PUAS), yang merupakan pasar bagi bank-bank syariah untuk mengelola kebutuhan likuiditas jangka pendek mereka. Tingkat imbal hasil di PUAS menjadi indikator kunci kondisi likuiditas di sistem perbankan syariah [4].

Meskipun kerangka OMS telah mapan, kajian empiris mengenai efektivitasnya dalam mengendalikan inflasi menunjukkan hasil yang beragam dan seringkali kontradiktif, sehingga menciptakan celah penelitian yang signifikan. Sejumlah studi mengindikasikan adanya tingkat efektivitas tertentu. Misalnya, ditemukan bahwa FASBIS

dan PUAS secara signifikan memengaruhi inflasi dalam jangka panjang, sementara Pasar Uang Antarbank Syariah (PUAS, atau IIMM dalam beberapa literatur) memiliki dampak jangka pendek yang signifikan. Temuan ini menyiratkan bahwa instrumen yang terkait langsung dengan manajemen likuiditas harian perbankan memiliki daya transmisi ke inflasi.

Namun, sebagian besar bukti empiris lainnya justru menunjukkan efektivitas yang terbatas, bahkan hasil yang berlawanan dengan intuisi teori moneter. Beberapa studi menemukan bahwa instrumen OPT seperti SBIS dan sukuk pemerintah (SBSN) tidak berpengaruh signifikan terhadap inflasi, atau secara paradoks, menunjukkan hubungan yang *positif*. Hubungan positif ini mengimplikasikan bahwa kebijakan yang seharusnya bersifat kontraksi (kenaikan imbal hasil SBIS) justru berkorelasi dengan kenaikan inflasi. Lebih jauh, penelitian-penelitian awal pada periode implementasi sistem ganda menemukan bahwa mekanisme transmisi kebijakan moneter syariah sama sekali tidak efektif dalam memengaruhi inflasi dan output, berbeda tajam dengan mitranya di sisi konvensional [5]. Hal ini memberikan dasar historis untuk mengevaluasi evolusi dan pematangan mekanisme transmisi kebijakan moneter syariah dari waktu ke waktu.

Berdasarkan latar belakang divergensi temuan tersebut, penelitian ini bertujuan untuk merekonsiliasi bukti-bukti empiris yang saling bertentangan dengan melakukan analisis VECM yang komprehensif menggunakan data terkini. Fokus utama adalah untuk membedah interaksi dinamis antara masing-masing instrumen moneter syariah dan inflasi. Sebagaimana diamanatkan oleh templat jurnal ini, bagian pendahuluan ini diakhiri dengan pernyataan singkat mengenai temuan utama penelitian: efektivitas instrumen moneter syariah sangat bervariasi, di mana instrumen yang berfokus pada likuiditas (FASBIS dan PUAS) menunjukkan dampak yang lebih dapat diprediksi, sementara efektivitas instrumen OPT utama (SBIS) terhambat oleh faktor-faktor struktural dalam sistem perbankan.

## **2. Perumusan Masalah**

Mengingat bukti yang saling bertentangan dalam literatur dan mandat utama Bank Indonesia untuk menjaga stabilitas harga, terdapat kesenjangan kritis dalam pemahaman mengenai efektivitas empiris sesungguhnya dari perangkat moneter syariah. Rangkaian penelitian yang ada saat ini memberikan gambaran yang ambigu bagi para pembuat kebijakan. Oleh karena itu, penelitian ini berupaya untuk menjawab pertanyaan-pertanyaan penelitian utama berikut:

- a. Apa dampak jangka panjang dan jangka pendek dari guncangan pada instrumen moneter syariah khususnya SBIS, FASBIS, dan PUAS terhadap tingkat inflasi di Indonesia?
- b. Manakah di antara instrumen-instrumen tersebut, jika ada, yang berfungsi sebagai alat pengendalian inflasi yang paling dominan dan andal, sebagaimana diukur dari kontribusinya terhadap varians inflasi?
- c. Apa yang diungkapkan oleh respons dinamis inflasi terhadap guncangan kebijakan mengenai mekanisme transmisi yang mendasarinya, dan dapatkah hal tersebut menjelaskan hasil-hasil kontra-intuitif yang diamati dalam studi-studi sebelumnya?

### 3. Metode Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan analisis kuantitatif berbasis data deret waktu (*time-series*) untuk menguji hubungan kausal dan dinamis antara instrumen moneter syariah dan inflasi di Indonesia [6].

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data deret waktu bulanan yang mencakup periode dari Januari 2017 hingga Desember 2022. Rentang waktu ini dipilih karena mencakup periode dinamika ekonomi yang signifikan dan menyediakan jumlah observasi yang memadai (72 observasi) untuk analisis ekonometrik yang robust. Variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini didefinisikan sebagai berikut:

- a. **Variabel Dependen:** Inflasi, yang diukur dengan logaritma natural dari Indeks Harga Konsumen (lnIHK). Data IHK bersumber dari publikasi resmi Badan Pusat Statistik (BPS) [7].
- b. **Variabel Independen (Instrumen Kebijakan Moneter Syariah):**
  1. **SBIS:** Tingkat imbal hasil Sertifikat Bank Indonesia Syariah, yang merepresentasikan sikap kebijakan Operasi Pasar Terbuka (OPT) syariah.
  2. **FASBIS:** Volume *outstanding* dari Fasilitas Simpanan Bank Indonesia Syariah, yang merepresentasikan absorpsi likuiditas melalui *standing facilities*.
  3. **PUAS:** Tingkat imbal hasil di Pasar Uang Antarbank Syariah, yang mencerminkan kondisi likuiditas antarbank syariah. Data untuk seluruh instrumen moneter syariah ini diperoleh dari statistik bulanan resmi yang dipublikasikan oleh Bank Indonesia (BI) dan Otoritas Jasa

Keuangan (OJK).

Model analisis utama yang digunakan adalah *Vector Error Correction Model* (VECM). Pemilihan model ini didasarkan pada justifikasi metodologis yang kuat, di mana VECM lebih superior dibandingkan model *Vector Autoregression* (VAR) standar ketika variabel-variabel deret waktu yang dianalisis bersifat tidak stasioner pada tingkat levelnya terintegrasi pada orde pertama, namun ditemukan terkointegrasi. Kointegrasi mengimplikasikan adanya hubungan keseimbangan jangka panjang yang stabil di antara variabel-variabel tersebut. Dengan demikian, VECM memungkinkan estimasi simultan baik untuk hubungan jangka panjang ini maupun untuk dinamika penyesuaian jangka pendek menuju keseimbangan tersebut [8].

Prosedur estimasi dalam penelitian ini mengikuti tiga tahapan standar. Pertama, Uji Stasioneritas, di mana uji *Augmented Dickey-Fuller* (ADF) akan diterapkan pada semua variabel untuk menentukan orde integrasinya dan mengonfirmasi bahwa semua variabel bersifat  $I(1)$  [9]. Kedua, Uji Kointegrasi, di mana Uji Kointegrasi Johansen akan digunakan untuk menentukan jumlah hubungan kointegrasi (jangka panjang) di antara variabel-variabel tersebut. Adanya minimal satu vektor kointegrasi merupakan prasyarat mutlak untuk penggunaan VECM [10]. Ketiga, Estimasi VECM dan Uji Diagnostik, di mana model akan diestimasi untuk memperoleh koefisien jangka panjang dan dinamika jangka pendek, termasuk *error correction term* (ECT) yang mengukur kecepatan penyesuaian kembali ke keseimbangan jangka panjang setelah terjadi guncangan [11].

Untuk memahami mekanisme transmisi secara lebih mendalam, analisis diperluas dengan menggunakan dua alat analisis dinamis yang diturunkan dari model VECM. Pertama, *Impulse Response Function* (IRF), yang digunakan untuk melacak respons dinamis inflasi selama beberapa bulan setelah adanya guncangan sebesar satu standar deviasi pada masing-masing instrumen moneter syariah [12]. Analisis IRF ini akan memvisualisasikan arah, besaran, dan persistensi dari dampak kebijakan. Kedua, *Forecast Error Variance Decomposition* (FEVD), yang digunakan untuk mengkuantifikasi persentase dari varians kesalahan prakiraan (*forecast error variance*) pada inflasi yang dapat diatribusikan kepada guncangan dari masing-masing instrumen (dan dari inflasi itu sendiri) dalam berbagai horizon waktu [13]. Analisis FEVD ini membantu menentukan tingkat kepentingan atau dominasi relatif dari setiap instrumen kebijakan dalam menjelaskan fluktuasi inflasi.

## B. PEMBAHASAN

### 1. Analisis Data Awal dan Uji Prasyarat

Sebelum melakukan estimasi model VECM, serangkaian uji prasyarat dilakukan untuk memastikan validitas data dan kesesuaian model. Uji ini mencakup analisis statistik deskriptif, uji stasioneritas, dan uji kointegrasi.

**Tabel 1** menyajikan statistik deskriptif untuk semua variabel yang digunakan dalam penelitian selama periode Januari 2017 hingga Desember 2022. Variabel lnIHK menunjukkan volatilitas yang relatif rendah, yang mencerminkan keberhasilan BI dalam menjaga inflasi pada level yang cukup stabil dalam beberapa tahun terakhir. Di sisi lain, variabel FASBIS menunjukkan standar deviasi yang tinggi, mengindikasikan fluktuasi yang signifikan dalam penggunaan fasilitas ini oleh perbankan syariah untuk menempatkan kelebihan likuiditasnya di bank sentral. Tingkat imbal hasil PUAS dan SBIS juga menunjukkan variasi, yang mencerminkan perubahan sikap kebijakan moneter dan kondisi likuiditas di pasar.

**Tabel 1. Statistik Deskriptif Variabel Penelitian**

Variabel	Rata-rata	Median	Maksimum	Minimum	Std. Dev.	Observasi
lnIHK	4.672	4.669	4.750	4.620	0.035	72
SBIS	4.558	4.500	6.000	3.500	0.851	72
FASBIS	15.875	14.500	35.250	5.120	8.950	72
PUAS	4.150	4.050	5.850	3.150	0.925	72

Catatan: FASBIS dalam triliun Rupiah; SBIS dan PUAS dalam persen (%). lnIHK adalah logaritma natural dari Indeks Harga Konsumen.

Sumber: Pengolahan data penulis (2025)

Langkah selanjutnya adalah uji stasioneritas data menggunakan metode *Augmented Dickey-Fuller* (ADF). Uji ini krusial untuk menghindari regresi lancung (*spurious regression*) dan menentukan orde integrasi setiap variabel. Hasil uji yang disajikan pada **Tabel 2** menunjukkan bahwa pada tingkat level, nilai statistik ADF untuk semua variabel (lnIHK, SBIS, FASBIS, dan PUAS) lebih besar dari nilai kritisnya pada tingkat signifikansi 5%. Hal ini berarti hipotesis nol adanya akar unit (*unit root*) tidak dapat ditolak, sehingga dapat disimpulkan bahwa semua variabel tidak stasioner pada tingkat level. Namun,

setelah dilakukan diferensiasi pertama (*first difference*), nilai statistik ADF untuk semua variabel menjadi lebih kecil dari nilai kritisnya, yang mengindikasikan bahwa semua variabel stasioner pada diferensi pertama. Dengan demikian, seluruh variabel dalam penelitian ini terintegrasi pada orde yang sama, yaitu I(1), yang memenuhi syarat untuk analisis kointegrasi.

**Tabel 2. Hasil Uji Akar Unit (ADF Test)**

Variabel	Statistik ADF (Level)	Nilai Kritis 5% (Level)	Keputusan (Level)	Statistik ADF (First Difference)	Nilai Kritis 5% (First Difference)	Keputusan (First Difference)
lnIHK	-1.854	-2.895	Tidak Stasioner	-5.682*	-2.895	Stasioner
SBIS	-2.113	-2.895	Tidak Stasioner	-6.951*	-2.895	Stasioner
FASBIS	-1.589	-2.895	Tidak Stasioner	-7.224*	-2.895	Stasioner
PUAS	-2.347	-2.895	Tidak Stasioner	-6.533*	-2.895	Stasioner

Catatan: \*menunjukkan signifikansi pada level 5%. Hipotesis nol adalah variabel memiliki akar unit (tidak stasioner).

Sumber: Pengolahan data penulis (2025)

Setelah memastikan semua variabel bersifat I(1), uji kointegrasi Johansen dilakukan untuk mendeteksi keberadaan hubungan keseimbangan jangka panjang. **Tabel 3** menyajikan hasil uji statistik jejak (*trace statistic*) dan statistik eigen maksimum (*max-eigenvalue statistic*). Kedua statistik tersebut menunjukkan hasil yang konsisten. Pada hipotesis nol tidak ada vektor kointegrasi (None\*), nilai statistik jejak (65.89) dan eigen maksimum (34.12) lebih besar dari nilai kritisnya pada tingkat signifikansi 5%. Hal ini menolak hipotesis nol dan mengindikasikan adanya setidaknya satu hubungan kointegrasi. Prosedur pengujian yang sama diulang untuk hipotesis berikutnya, dan hasilnya menunjukkan bahwa terdapat dua vektor kointegrasi yang signifikan secara statistik. Keberadaan hubungan kointegrasi ini memvalidasi penggunaan model VECM sebagai kerangka analisis yang tepat.

**Tabel 3. Hasil Uji Kointegrasi Johansen**

Hipotesis (Jumlah Vektor Kointegrasi)	Statistik Jejak	Nilai Kritis 5%	Prob.**	Statistik Eigen Maks.	Nilai Kritis 5%	Prob.**
None *	65.89	47.85	0.001	34.12	27.58	0.006
At most 1 *	31.77	29.79	0.028	18.55	21.13	0.105
At most 2	13.22	15.49	0.101	9.87	14.26	0.211
At most 3	3.35	3.84	0.095	3.35	3.84	0.095

Catatan: \*menunjukkan penolakan hipotesis nol pada tingkat signifikansi 5%. \*\* MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values.

Sumber: Pengolahan data penulis (2025)

## 2. Hasil Estimasi VECM dan Implikasi

Dengan terkonfirmasi hubungan kointegrasi, model VECM diestimasi untuk menganalisis dinamika jangka panjang dan jangka pendek. Hasil estimasi disajikan pada **Tabel 4**.

Persamaan kointegrasi (jangka panjang) dapat dinormalisasi terhadap lnIHK sebagai berikut:  $\ln IHK = 0.025 * SBIS - 0.008 * FASBIS - 0.015 * PUAS$

Hasil estimasi jangka panjang menunjukkan bahwa FASBIS dan PUAS memiliki koefisien negatif, sesuai dengan teori moneter. Kenaikan volume FASBIS (penyerapan likuiditas) dan kenaikan imbal hasil PUAS (likuiditas lebih ketat) dalam jangka panjang berasosiasi dengan tingkat inflasi yang lebih rendah. Temuan ini sejalan dengan penelitian sebelumnya yang mengidentifikasi peran signifikan FASBIS dan PUAS dalam transmisi kebijakan moneter syariah. Namun, yang menarik adalah koefisien SBIS yang positif (0.025). Meskipun secara statistik tidak signifikan dalam beberapa model, tanda positif ini konsisten dengan temuan studi Hasna & Wulandari yang mengindikasikan adanya respons inflasi yang kontra-intuitif terhadap instrumen OPT syariah [14]. Hal ini menyiratkan bahwa kenaikan imbal hasil SBIS, yang seharusnya bersifat kontraksioner, dalam jangka panjang justru berkorelasi dengan inflasi yang lebih tinggi.

Pada panel dinamika jangka pendek, koefisien *Error Correction Term* (ECT) untuk persamaan inflasi ( $\Delta \ln IHK$ ) adalah -0.215 dan signifikan secara statistik. Tanda negatif ini

mengonfirmasi bahwa sistem cenderung kembali ke keseimbangan jangka panjang setelah mengalami guncangan. Besaran koefisien sebesar 0.215 mengindikasikan bahwa sekitar 21.5% dari ketidakseimbangan (*disequilibrium*) yang terjadi pada periode sebelumnya akan terkoreksi dalam satu bulan. Ini menunjukkan kecepatan penyesuaian yang moderat. Dalam jangka pendek, hanya perubahan pada PUAS periode sebelumnya ( $\Delta\text{PUAS}(t-1)$ ) yang menunjukkan pengaruh negatif dan signifikan terhadap inflasi, menggarisbawahi pentingnya kondisi likuiditas pasar uang antarbank dalam transmisi kebijakan jangka pendek.

**Tabel 4. Hasil Estimasi VECM Jangka Panjang dan Jangka Pendek**

<b>Regresi Jangka Panjang (Persamaan Kointegrasi)</b>
Koefisien Variabel (Normalisasi terhadap $\ln\text{IHK}$ )
$\ln\text{IHK}$
SBIS
FASBIS
PUAS
<b>Regresi Jangka Pendek (Variabel Dependen: <math>\Delta\ln\text{IHK}</math>)</b>
Koefisien Variabel
$\text{ECT}(-1)$
$\Delta\ln\text{IHK}(t-1)$
$\Delta\text{SBIS}(t-1)$
$\Delta\text{FASBIS}(t-1)$
$\Delta\text{PUAS}(t-1)$
Konstanta

R-squared
F-statistic

Catatan: \*menunjukkan signifikansi pada level 5%. Nilai dalam kurung untuk regresi jangka panjang adalah t-statistik.

Sumber: Pengolahan data penulis (2025)

### 3. Analisis Respons Dinamis dan Mekanisme Transmisi

Untuk memahami lebih dalam bagaimana guncangan kebijakan ditransmisikan ke inflasi, analisis dilanjutkan dengan *Impulse Response Function* (IRF) dan *Forecast Error Variance Decomposition* (FEVD).

Analisis IRF melacak respons inflasi dari waktu ke waktu terhadap guncangan sebesar satu standar deviasi pada setiap instrumen moneter syariah. Hasilnya memberikan gambaran visual mengenai mekanisme transmisi.

- a. **Respons Inflasi terhadap Guncangan SBIS:** Respons inflasi terhadap guncangan kontraksioner pada SBIS (kenaikan imbal hasil) menunjukkan hasil yang tidak efektif. Pada beberapa bulan awal, responsnya mendekati nol dan kemudian berubah menjadi positif dan persisten. Hasil ini mengonfirmasi temuan kontra-intuitif dari estimasi VECM dan literatur sebelumnya. Fenomena ini dapat dijelaskan oleh adanya konflik antara tujuan kebijakan makroekonomi dan insentif mikroekonomi perbankan. Kenaikan imbal hasil SBIS menjadikannya instrumen investasi yang sangat menarik bagi bank syariah karena bebas risiko dan memberikan imbal hasil yang kompetitif. Akibatnya, bank lebih memilih menempatkan likuiditasnya pada SBIS daripada menyalurkannya sebagai pembiayaan ke sektor riil yang memiliki risiko lebih tinggi. Perilaku ini menyebabkan efek *crowding out* terhadap pembiayaan produktif. Meskipun likuiditas terserap dari sistem perbankan ke bank sentral, dampaknya terhadap jumlah uang beredar secara luas dan permintaan agregat menjadi minimal. Bahkan, penurunan pembiayaan ke sektor riil dapat menghambat sisi penawaran ekonomi, yang dalam jangka menengah justru dapat memicu tekanan inflasi.
- b. **Respons Inflasi terhadap Guncangan FASBIS dan PUAS:** Berbeda dengan

SBIS, guncangan pada FASBIS (peningkatan penempatan dana) dan PUAS (kenaikan imbal hasil) menghasilkan respons yang lebih sesuai dengan teori. Inflasi merespons secara negatif terhadap kedua guncangan tersebut, meskipun dampaknya cenderung bersifat temporer dan menghilang setelah beberapa periode. Efektivitas yang lebih baik dari kedua instrumen ini dapat diatribusikan pada mekanisme transmisi yang bekerja melalui jalur kredibilitas dan likuiditas. FASBIS dan PUAS secara langsung memengaruhi manajemen likuiditas harian bank dan kondisi pasar uang antarbank [15]. Guncangan pada instrumen-instrumen ini mengirimkan sinyal yang jelas dan segera mengenai sikap kebijakan bank sentral terhadap kondisi likuiditas. Seperti yang diungkapkan dalam studi Ascarya, sinyal kebijakan yang kredibel mampu menurunkan premi risiko di pasar uang antarbank, yang dampaknya bisa lebih kuat daripada perubahan tingkat imbal hasil itu sendiri [5]. Hal ini menunjukkan bahwa transmisi kebijakan melalui FASBIS dan PUAS bekerja lebih efektif melalui jalur sinyal dan likuiditas antarbank, yang secara langsung memengaruhi keputusan pembiayaan jangka pendek bank dan menjangkar ekspektasi inflasi.

Selanjutnya, analisis FEVD digunakan untuk mengkuantifikasi kontribusi relatif dari setiap variabel dalam menjelaskan variasi inflasi. **Tabel 5** menyajikan hasil dekomposisi varians untuk variabel  $\ln IHK$ .

**Tabel 5. Hasil Dekomposisi Varians (FEVD) Inflasi**

Periode	S.E.	$\Delta \ln IHK$	$\Delta SBIS$	$\Delta FASBIS$	$\Delta PUAS$
1	0.005	100.00	0.00	0.00	0.00
6	0.012	85.15	1.85	4.55	8.45
12	0.018	80.20	2.10	6.80	10.90
24	0.025	78.50	2.35	7.15	12.00
36	0.030	77.90	2.40	7.20	12.50

*Sumber: Pengolahan data penulis (2025)*

Hasil FEVD menunjukkan bahwa sebagian besar varians inflasi dijelaskan oleh guncangan dari inflasi itu sendiri (inovasi sendiri), yang mencapai 100% pada periode pertama dan menurun menjadi sekitar 77.9% pada periode ke-36. Ini adalah temuan yang umum dalam model makroekonometrik. Di antara instrumen moneter syariah, PUAS memberikan kontribusi terbesar dalam menjelaskan fluktuasi inflasi, mencapai 12.5% pada akhir horizon. Diikuti oleh FASBIS dengan kontribusi sebesar 7.2%, dan SBIS dengan kontribusi yang paling kecil, hanya sekitar 2.4%. Hasil ini secara kuantitatif menegaskan bahwa instrumen yang terkait dengan pasar uang antarbank (PUAS) dan *standing facility* (FASBIS) memiliki peran yang lebih dominan dalam transmisi kebijakan moneter syariah ke inflasi dibandingkan dengan instrumen OPT utama (SBIS).

Jika dibandingkan dengan temuan studi-studi dari periode yang lebih awal, seperti Ascarya (2012) yang menggunakan data 2003-2009 dan menemukan bahwa transmisi kebijakan syariah hampir tidak ada, hasil penelitian ini menunjukkan adanya evolusi. Meskipun masih belum sempurna, mekanisme transmisi moneter syariah telah menunjukkan tanda-tanda pematangan. Pendalaman pasar keuangan syariah dan peningkatan aktivitas transaksi di PUAS selama dekade terakhir telah memungkinkan instrumen seperti FASBIS dan PUAS untuk mendapatkan daya cengkeram yang lebih baik, bahkan ketika isu-isu struktural terus menghambat efektivitas SBIS [15].

### **C. KESIMPULAN**

Penelitian ini menyimpulkan bahwa efektivitas instrumen moneter syariah dalam mengendalikan inflasi di Indonesia tidak seragam dan sangat bergantung pada jenis instrumen yang digunakan. Instrumen yang secara langsung mengelola likuiditas antarbank dan memberikan sinyal sikap kebijakan jangka pendek bank sentral, yaitu Fasilitas Simpanan Bank Indonesia Syariah (FASBIS) dan Pasar Uang Antarbank Syariah (PUAS), terbukti memiliki kemampuan yang signifikan secara statistik namun bersifat temporer dalam memengaruhi inflasi. Sebaliknya, instrumen utama Operasi Pasar Terbuka, Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS), ditemukan sebagian besar tidak efektif dan bahkan berpotensi kontraproduktif. Mekanisme transmisinya terhambat oleh konflik struktural di mana preferensi perbankan syariah terhadap sekuritas pemerintah yang aman dan memberikan imbal hasil tinggi mengalahkan penyaluran pembiayaan ke sektor riil, sehingga menetralkan efek kontraksi yang diharapkan. Implikasi kebijakan dari temuan ini adalah bahwa Bank Indonesia perlu mengevaluasi kembali kerangka

operasional kebijakan moneter syariahnya, dengan mempertimbangkan untuk mengurangi ketergantungan pada SBIS dan lebih menekankan pada pengelolaan likuiditas melalui pasar uang antarbank serta penguatan jalur sinyal untuk meningkatkan efektivitas sistem moneter ganda dalam mencapai target inflasi nasional.

## DAFTAR PUSTAKA

- [1] F. H. Winarto and I. S. Beik, "The effect of Sharia monetary policy instruments and Islamic bank financing on economic growth and inflation," *J. Ekon. Keuang. Islam*, vol. 10, no. 1, pp. 72–89, Feb. 2024, doi: 10.20885/JEKI.vol10.iss1.art6.
- [2] A. Ramly, A. ESEN, and N. Nurjanah, "A Study on the Dual Transmission Mechanism of Monetary Policy in Indonesia," *AT-TASYRI' J. Ilm. PRODI MUAMALAH*, vol. 17, no. 1, pp. 117–130, Jun. 2025, doi: 10.47498/tasyri.v17i1.4652.
- [3] L. Esya and D. M. Muayyad, "Analysis of Islamic Monetary Instruments and Islamic Bank Financing on Monetary Stability in Indonesia," in *Proceedings of the 4th International Conference on Islamic Economics, Business, Philanthropy, and PhD Colloquium (ICIEBP 2022)*, 2023, pp. 43–53. doi: 10.2991/978-94-6463-176-0\_4.
- [4] T. A. Marpaung, Imsar, and K. Tambunan, "The Impact of Islamic Monetary Policy on Indonesia's Economic Growth," *J. Islam. Econ. Financ. Stud.*, vol. 4, no. 2, pp. 309–331, Jan. 2024, doi: 10.47700/jiefes.v4i2.8034.
- [5] A. Ascarya, "Transmission channel and effectiveness of dual monetary policy in Indonesia," *Bul. Ekon. Monet. dan Perbank.*, vol. 14, no. 3, pp. 269–298, Mar. 2012, doi: 10.21098/bemp.v14i3.405.
- [6] A. Nursiwan, "Analisis Dampak Suku Bunga dan Inflasi terhadap Profitabilitas Bank Syariah dengan Pendekatan Time Series," *Persya J. Perbank. Syariah*, vol. 1, no. 1, pp. 18–24, Mar. 2023, doi: 10.62070/persya.v1i1.9.
- [7] Trading Economics, "Indeks Harga Konsumen Indonesia (CPI)," 2025.
- [8] N. P. N. Hendayanti and M. Nurhidayati, "Pemodelan jumlah uang beredar dan inflasi nasional dengan vector error correction model (VECM)," *J. Varian*, vol. 1, no. 1, pp. 1–9, Sep. 2017, doi: 10.30812/varian.v1i1.44.
- [9] E. Paparoditis and D. N. Politis, "The asymptotic size and power of the augmented Dickey–Fuller test for a unit root," *Econom. Rev.*, vol. 37, no. 9, pp. 955–973, Oct. 2018, doi: 10.1080/00927872.2016.1178887.
- [10] P. Perron and J. Y. Campbell, "A note on Johansen's cointegration procedure when trends are present," *Empir. Econ.*, vol. 18, no. 4, pp. 777–789, Dec. 1993, doi: 10.1007/BF01205421.
- [11] C. W. J. Granger and A. A. Weiss, "Time series analysis of error-correction models," in *Studies in Econometrics, Time Series, and Multivariate Statistics*, Elsevier, 1983, pp. 255–278. doi: 10.1016/B978-0-12-398750-1.50018-8.
- [12] H. Lütkepohl, "Impulse Response Function," in *The New Palgrave Dictionary of Economics*, London: Palgrave Macmillan UK, 2018, pp. 6141–6145. doi: 10.1057/978-1-349-95189-5\_2410.
- [13] M. Lanne and H. Nyberg, "Generalized Forecast Error Variance Decomposition for Linear and Nonlinear Multivariate Models," *Oxf. Bull. Econ. Stat.*, vol. 78, no. 4, pp. 595–603, Aug. 2016, doi: 10.1111/obes.12125.

- [14] S. Nur Hasna, . K., and N. Sri Wulandari, "Comparison Effectiveness of Conventional and Islamic Monetary Policies to Controlling Inflation in Indonesia Period 2012-2018," *KnE Soc. Sci.*, vol. 3, no. 13, pp. 32-54, Mar. 2019, doi: 10.18502/kss.v3i13.4194.
- [15] LPKSI, "Laporan Perkembangan Keuangan Syariah Indonesia," 2023. [Online]. Available: [https://kneks.go.id/storage/upload/1732098490-Laporan Perkembangan Keuangan Syariah Indonesia Tahun 2023.pdf](https://kneks.go.id/storage/upload/1732098490-Laporan%20Perkembangan%20Keuangan%20Syariah%20Indonesia%20Tahun%202023.pdf)