Imagem e reputação da autoridade monetária: uma metodologia alternativa para avaliação da credibilidade do Banco Central

Image and reputation of the monetary authority: an alternative methodology to evaluate the credibility of Banco Central

Paulo Roberto da Costa Vieira*

Resumo

Os pesquisadores da área de negócios destacam a influência da imagem na construção de uma sólida reputação para a firma. Todavia, a macroeconomia não considera o fortalecimento da imagem da autoridade monetária como fator importante na solidificação de sua reputação. Este estudo investiga a relevância da imagem institucional do Banco Central na construção de sua reputação. Empregou-se um modelo de equações estruturais a dados coletados de uma amostra de 123 especialistas de instituições financeiras. Os resultados confirmaram que a imagem institucional influencia a construção da reputação do Banco Central.

Palavras-chave: Imagem; Reputação; Credibilidade; Banco Central; Política monetária.

A imagem institucional representa as impressões e opiniões recentes acerca de uma organização, sintetizando um conjunto de significados complexos que influencia comportamentos e tomada de decisão. Os registros repetidos da imagem concorrem na construção da reputação institucional. Nesse contexto, a imagem influencia ativamente a edificação da reputação institucional, que é, inquestionavelmente, o elemento de destaque em investigações acerca da instituição Banco Central (BC).

---

* Texto recebido em 19/8/2004 e aprovado para publicação em 24/11/2004.

* Doutor em Administração (COPPEAD/UFRJ), mestre em Economia (IE/UFRJ), economista (UCAM), analista do Banco Central do Brasil e professor adjunto do Mestrado em Administração e Desenvolvimento Empresarial da Universidade Estácio de Sá. e-mail: paulo.roberto.vieira@terra.com.br.

O comprometimento com a estabilidade, a transparência, a responsabilidade de prestação de contas e a autonomia do Banco Central têm sido tratados, na literatura macroeconômica atual, como elementos que participam na construção da reputação ou da credibilidade da autoridade monetária. Reafirmamos a importância dos referidos elementos e donexo causal que mantêm com a reputação institucional, mas acreditamos que não podem ser considerados, sem a participação da imagem da autoridade monetária. A imagem interage com as demais dimensões relevantes da instituição, determinando a reputação da autoridade monetária segundo a percepção dos agentes econômicos. O presente estudo avalia a influência da imagem institucional na construção da reputação do Banco Central do Brasil.

REVISÃO DE LITERATURA

Reputação na ótica da administração

Segundo Bickerton (2000), o conceito de imagem corporativa foi introduzido pelo marketing sob a perspectiva do cliente, constituindo-se, em tempo recorde, uma área de grande interesse de pesquisa. "A idéia de que produtos (marcas) e corporações têm imagens foi popularizada nos Estados Unidos no final da década de 1950" (DOWLING, 1993, p. 101).

Na concepção de Martineau (1958), a produção em massa conduz à padronização, intensificando o processo de destruição criadora, para destacar diferenças reais nos produtos. Como o acirramento da competição impede que a superioridade técnica ou de *design* constitua vantagem insuperável, a propaganda assume importância vital, uma vez que destaca atributos subjetivos do produto. Ele acredita que as dimensões psicológicas associadas ao produto são tão ou mais importantes do que os seus atributos funcionais. O autor adverte, todavia, que a propaganda relacionada aos atributos subjetivos do produto não é suficiente. É imprescindível fortalecer a imagem corporativa.

Kennedy (1977) ressalta o equívoco de se compensar o declínio dos mercados e o acirramento da competição com políticas de corte de gastos. Seria preciso robustecer a imagem corporativa, o que poderia ser conseguido com o mínimo de despesa, simplesmente porque os empregados são os principais vendedores da organização. Para que fosse construída uma imagem nítida, consistente e favorável, caberia à administração superior comunicar, de forma clara e transparente, a política da empresa a todos os seus empregados.

A partir do final da década de 1970, desenvolveram-se, paralelamente aos estu-

dos sobre imagem, as investigações acerca da identidade corporativa. Embora a literatura apresente diversas definições de identidade e imagem corporativa, há alguns pontos em comum entre elas. Há quase um consenso em torno da idéia de que a identidade corporativa seria o conjunto de representações simbólicas que distingue as firmas. Quanto às imagens, concorda-se que se referem à impressão global de uma empresa por parte de seus públicos externos. Haveria, ademais, uma inter-relação íntima entre elas.

Markwick e Fill (1997) observam que "todas as organizações teriam uma identidade corporativa. Algumas buscariam administrá-la de forma planejada, ao passo que outras, menos cuidadosas, confundiriam os seus públicos (clientes, empregados, fornecedores, agências reguladoras etc.)" (p. 397). A forma de administração da identidade corporativa contribui, assim, para o fortalecimento ou enfraquecimento da imagem entre seus públicos-alvo.

A identidade corporativa é projetada para os distintos públicos, por intermédio de uma variedade de sinais, e representa o modo como a organização gostaria de ser percebida. Esses podem ser planejados, de forma que mensagens deliberadamente intencionais são transmitidas para atingir objetivos específicos. Alguns sinais compreendem a identidade visual da organização. Outros focam o seu comportamento, as suas ações e o seu posicionamento. No final do processo, "a forma como cada público percebe os sinais de identidade da organização modela a imagem corporativa" (MARKWICK; FILL, 1997, p. 398).

Seguindo linha análoga de raciocínio, Van Rekon (1997) observa que "a imagem corporativa tem como gênese a identidade corporativa" (p. 410). A imagem residiria na mente do público, ao passo que a identidade corporativa teria sua origem na organização. Seria com base na percepção e na interpretação da identidade pelos seus distintos públicos que a imagem corporativa seria constituída. A estratégia de negócios da corporação deveria, dessa forma, administrar a imagem por intermédio de seu alinhamento com a identidade. Existiria, então, estreita inter-relação entre identidade, imagem e estratégia corporativas.

De acordo com Balmer (1998), a imagem difere da reputação corporativa na medida em que a primeira está relacionada "às opiniões mais recentes" do público acerca de determinada organização, ao passo que a última representa um julgamento de valor sobre as qualidades da corporação, sendo "construída ao longo do tempo" (p. 971). A reputação corporativa teria, pois, dimensão histórica, a qual reflete a percepção da consistência de ação e comportamento da corporação no transcurso do tempo.

Além de distinguir imagem de reputação corporativa, Balmer e Wilson (1998) também destacam o sentido de causalidade existente entre ambas, argumentando que a reputação é função da imagem corporativa. Para esses autores, a admi-

nistração efetiva da identidade corporativa permitiria a construção de uma imagem favorável e, no decorrer do tempo, de uma reputação corporativa positiva. A reputação sólida estimularia a aquisição de produtos e/ou serviços ofertados pela firma, a compra de ações da empresa e uma postura favorável das agências reguladoras em relação às ações e aos pleitos da firma.

Alessandri (2001) observa que consistência e repetição são imperativos para as firmas que objetivam obter uma imagem corporativa favorável e, em última instância, uma reputação corporativa positiva na mente do público. A impressão consistente de uma imagem positiva produz, ao longo do tempo, reputação corporativa sólida.

A interação ou a experiência com a identidade corporativa é que gera a imagem na mente de seus públicos, o que leva Alessandri (2001) a concluir que, embora tenha condições de gerenciar sua identidade, a corporação não controla a imagem. Como a reputação corporativa é formada ao longo do tempo por impressões repetidas da imagem, a corporação não tem como controlar diretamente nem uma nem outra, não obstante possa gerenciá-las.

Van Riel e Fombrum (2002) destacam a natureza histórica da reputação. Sugerem que essa "é uma avaliação coletiva, subjetiva, de sua confiabilidade e honestidade" (p. 10), calcada em seu desempenho passado. Em razão de evoluir ao longo do tempo, a reputação não pode, ao contrário da imagem, ser moldada rapidamente.

Convém atentar para o fato de que, embora Alessandri (2001) só admita o gerenciamento da imagem, Van Riel e Fombrum (2002) acreditam que a imagem possa ser moldada. A inexistência de consenso entre os acadêmicos em relação ao grau de interferência que se pode exercer sobre a imagem pode ser explicada pela multiplicidade de formações, as quais produzem perspectivas nem sempre coincidentes sobre determinada questão.

Sanderberg (2002) também acredita que a imagem, conceituada como a percepção da firma por parte de seus públicos, determina a reputação corporativa. Ele argumenta que "a reputação é o consenso de percepções sobre como uma firma se comportará em determinada situação, a partir do que as pessoas sabem sobre ela, incluindo o seu desempenho financeiro".

Em outros termos, Sandberg (2002) julga que "a reputação refere-se à previsibilidade de comportamento e à probabilidade de a corporação atender expectativas" (p. 3). Nesse sentido, considera o preço das ações da firma como a medida mais universal das referidas expectativas. O preço da ação revelaria, então, "tudo o que o mercado espera que a empresa realize no futuro, com base nas informações disponíveis, inclusive a forma como interage com seus distintos públicos" (p. 3).

Reputação na ótica da macroeconomia atual

Para que o conceito de reputação possa ser, sob a perspectiva da literatura macroeconômica, mais facilmente compreendido, é conveniente que os fundamentos do principal paradigma macroeconômico atual sejam apresentados.

Após a Segunda Guerra Mundial, os formuladores da política econômica dispunham de modelos macroeconômicos *keynesianos*, que prescreviam as medidas que deveriam ser adotadas para atingir um nível desejado de emprego e de produto. Sob a perspectiva teórica da Curva de Phillips, haveria um *trade-off* entre a taxa de desemprego e a inflação. Se o governo adotasse uma política fiscal expansionista – quer aumentando gastos quer reduzindo impostos, ou, ainda, mediante uma combinação de ambos –, o resultado seria uma queda da taxa de desemprego, muito embora acompanhada de elevação da taxa de inflação.

Caso optasse por uma política monetária de redução da taxa de juros, haveria crescimento do investimento, ocorrendo a conseqüente redução da taxa de desemprego. O aumento da oferta monetária, que teria ocasionado a redução da taxa de juros, produziria, por seu turno, elevação da taxa de inflação. Com taxas de inflação residuais, expectativas estáticas de inflação, e uma preocupação crescente com o aumento do nível de emprego, o *trade-off* da Curva de Phillips não preocupava no período. A aplicação desses modelos fundamentados na Curva de Phillips produziu, entretanto, notadamente na década de 1970, resultados imprevistos e adversos, pois gerou tanto a aceleração da inflação, como a elevação da taxa de desemprego (FRIEDMAN, 1985).

No início da década de 1970, surgiu, no meio acadêmico, novo modelo, conhecido como macroeconomia novo-clássica, cuja hipótese fundamental de expectativas racionais por parte dos agentes econômicos iria influenciar profundamente a literatura econômica. Na concepção de Lucas (1972), o principal arquiteto da macroeconomia novo-clássica, as decisões que determinam as variáveis macroeconômicas de interesse dependem, essencialmente, das expectativas dos indivíduos acerca da trajetória futura da economia. Nessa abordagem, as expectativas são formadas por agentes racionais valendo-se de todas as informações disponíveis em dado momento do tempo (MANKIW, 1990; CYSNE; SIMONSEN, 1995).

Nesse contexto, somente surpresas inflacionárias, decorrentes de medidas não antecipadas, poderiam, em função da existência de informação imperfeita, afetar o nível de produto real e o nível de emprego. Medidas não antecipadas, todavia, colocariam em suspeição a reputação da autoridade monetária, mostrando-se inócuas se repetidas, já que seriam previsíveis. A exploração do *trade-off* de curto prazo da Curva de Phillips seria, assim, grande equívoco, uma vez que o comprometimento de reputação do Banco Central e de credibilidade na política

monetária produziria conseqüências desastrosas, anulando, imediatamente, o benefício potencial que se pudesse esperar de políticas expansionistas.

Sendo assim, caberia ao Banco Central, no contexto de expectativas racionais, eleger como meta uma variável nominal para monitoramento, como a taxa de inflação no regime de metas inflacionárias, já que não teria como alterar, a longo prazo, as variáveis reais da economia.

Embora a autoridade monetária possa desejar que todos tenham expectativas de inflação reduzida, o anúncio de compromisso com uma inflação baixa não o torna, por si só, crível. Isso ocorre porque os agentes econômicos têm plena consciência de que o Banco Central poderia sentir-se estimulado a descumprir o anunciado, caso visasse reduzir a taxa de desemprego. É nesse cenário que se discute o papel do Banco Central, a sua forma de atuação, os seus compromissos fundamentais, bem como o significado e a construção de sua reputação (BLINDER, 1999a).

A percepção que o público possui do BC depende da confiança que se deposita na capacidade de a instituição manter os preços estáveis. Essa confiança deve ser conquistada, preservada e confirmada por meio de ações desenvolvidas ao longo do tempo. Quanto mais bem-sucedido for no cumprimento de seu papel de guardião da estabilidade da moeda, mais robusta será a reputação institucional do Banco Central.

O crescente interesse da literatura acadêmica pelo papel da transparência na formulação e na condução da política monetária reflete a atenção cada vez maior que o Banco Central de diversos países tem (como, por exemplo, o dos Estados Unidos) reservado à comunicação de sua política monetária. O processo de ampliação da transparência é complexo e apresenta algumas dificuldades de implementação. Quando o BC consegue que os agentes econômicos compreendam a sua visão do ambiente econômico, compartilhando as informações por meio de uma linguagem entendida pelos distintos segmentos do público, há ampliação da transparência.

Em enquête conduzida entre a comunidade acadêmica e os dirigentes do Banco Central de países importantes, tais como Estados Unidos e Inglaterra, Blinder (1999a) investigou como a credibilidade da autoridade monetária – concebida pelo autor como sinônimo de reputação institucional – poderia ser construída e qual seria a sua relevância na condução da política monetária. Blinder (1999a) concluiu que a reputação corporativa sólida era muito considerada pelos respondentes, que teriam chegado ao consenso de que ela possibilita não só reduzir o custo de combate à inflação, como também mantê-la em patamares reduzidos. Quanto à construção de uma reputação sólida, esses participantes da enquête teriam destacado o cumprimento do anunciado e o grau de aversão à inflação como os seus elementos mais importantes.

METODOLOGIA

Partindo da concepção de que a imagem institucional influencia positivamente a reputação, e considerando a inexistência de estudos sobre imagem no âmbito do Banco Central, o objetivo fundamental de nossa pesquisa era verificar se a imagem institucional constituía uma dimensão participante da percepção dos agentes econômicos em relação ao desempenho dessa entidade, bem como avaliar o seu impacto na reputação do BC. Nesse sentido, foi desenvolvido um primeiro modelo de equações estruturais, no qual foi suposta a influência direta da imagem institucional, da percepção de atuação operacional de tal Banco e dos compromissos institucionais sobre a sua reputação. Realizou-se uma pesquisa de *survey* interseccional, com emprego de questionário estruturado e auto-administrado, o qual foi enviado aos respondentes pelo correio.

Amostra

O questionário foi enviado a 471 especialistas das áreas operacionais de bancos comerciais, bancos múltiplos, bancos de investimento, Caixa Econômica Federal, corretoras e distribuidoras. Foram devolvidos 125 questionários, dos quais foram aproveitados 123. Todos os participantes da amostra eram membros da Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro (Andima).

Coleta de dados

Dentre as técnicas de coleta de dados primários, utilizou-se o questionário estruturado e auto-administrado, tendo sido empregada a escala diferencial semântico de sete alternativas.

Os questionários foram postados nos dias 18, 19 e 20 de agosto de 2003, e o período de coleta de dados foi encerrado em 12 de setembro do referido ano, para que as expectativas em relação à reunião do Comitê de Política Monetária (COPOM), de 16 e 17 de setembro de 2003, não influenciassem as respostas dos participantes da pesquisa.

Para avaliar as qualidades *psicométricas* do instrumento de coleta de dados, verificando sua confiabilidade, foi calculado o alfa de Cronbach, cujo resultado de 0,8445 situou-se acima do valor crítico mínimo de 0,70 (HAIR *et al.*, 1998).

Análise dos dados

Os dados foram inicialmente analisados por meio de técnicas estatísticas des-

critivas, com auxílio do *SPSS for Windows*, versão 10.0. Para testar a validade do modelo, empregou-se a modelagem de equações estruturais, tendo sido utilizado o programa *Amos* 4.0.

Variáveis, modelo estrutural e diagrama de caminho do modelo original

Na medida em que se trabalhou com a modelagem de equações estruturais, foram definidas variáveis latentes, e as suas respectivas variáveis observadas.

Variáveis latentes independentes (ou exógenas)

1. Imagem Institucional do Banco Central (IMAGEMBC). Essa variável latente refere-se à imagem institucional da autoridade monetária, cuja estimação ocorreu com base em três variáveis observadas, quais sejam: Opinião Global em relação ao Banco Central (Opiglob); Contribuição do Banco Central para o Bem-Estar Social (Contribs); e Respeito às Decisões do Banco Central (Respdeci).
2. Atuação Operacional do Banco Central (AOPEBC). Essa variável latente está relacionada à percepção dos participantes do mercado financeiro quanto à atuação operacional da autoridade monetária, cuja estimação ocorreu baseando-se em sete variáveis observadas, quais sejam: Condução Eficiente da Política Monetária (Efima); Estabelecimento do Patamar Adequado da Taxa Básica de Juros (Njuro); Administração Eficiente de Depósito Compulsório sobre Depósito à Vista (Dcvis); Administração Eficiente na Concessão de Redescoto (Rdesc); Atuação Eficiente no Mercado de Câmbio (Atcam); Competência do Corpo Funcional do Banco Central (Cfuncio); e Imprevistos na Atuação do Banco Central (Imprevat).
3. Compromisso Institucional (COMPROBC). Essa variável latente está vinculada à percepção dos participantes do mercado financeiro quanto à observância dos compromissos assumidos pela autoridade monetária num ambiente de estabilidade de preços, incluindo o seu grau de transparência. A sua estimação ocorreu a partir de seis variáveis observadas, quais sejam: Transparência em Relação aos Critérios Empregados na Definição do Patamar da Taxa de Juros (Transpju); Qualidade dos Documentos Publicados pelo Banco Central (Qualido); Qualidade Gráfica dos Documentos Divulgados pelo Banco Central (Quagrafi); Facilidade de Compreensão das Estatísticas Econômicas Divulgadas pelo Banco Central (Claresta); Justificativas dos Dirigentes do Banco Central para as Decisões do Comitê de Política Monetária (Jusco-pom); e Prestação Anual de Contas pelo Presidente do Banco Central (Pres-tcon).

Variável latente dependente (ou endógena)

1. Reputação do Banco Central (REPUTBC). Essa variável latente refere-se à reputação da autoridade monetária, cuja estimação ocorreu com base em seis variáveis observadas, quais sejam: Determinação com a Estabilidade de Preço (Destabil); Cumprimento do Anunciado (Cuanum); Prestígio dos Dirigentes do Banco Central (Prestidi); Fiscalização Eficiente das Instituições Financeiras (Fiscaliz); Apoio das Instituições Financeiras à Independência do Banco Central (Aindebc); e Determinação do Governo com Equilíbrio das Contas Públicas (Eqfiscal). A escolha da reputação como variável latente evidencia o fato de que o caráter dinâmico da reputação não aconselha que sua mensuração seja feita diretamente por meio de uma *cross-section* de percepções.

O postulado fundamental do estudo é que a reputação é positivamente influenciada pela imagem institucional. A imagem se relaciona a impressões recentes em relação à instituição, ao passo que a reputação é construída ao longo do tempo.

Tal como em negócios privados, as surpresas exercem impacto sobre a reputação do Banco Central. Todavia, em conseqüência de suas peculiaridades, existem duas modalidades de surpresa que necessitam de distinção clara, uma vez que influenciam a reputação por caminhos distintos.

A primeira delas afeta diretamente a imagem e, por seu intermédio, a opinião global em relação à instituição, e, conseqüentemente, a reputação. Essas surpresas não estão diretamente relacionadas à atuação do BC no âmbito monetário, mas a esferas distintas de atuação, como o gerenciamento da dívida mobiliária federal. Nesse sentido, quando manobras táticas redundam em condições mais vantajosas para gerenciamento da dívida mobiliária federal, a imagem institucional sofre impacto direto favorável e, por seu intermédio, há fortalecimento da reputação, a qual afeta positivamente, por seu turno, a percepção quanto à determinação do governo com o equilíbrio das contas públicas.

A segunda modalidade de surpresa está especificamente associada à atuação do Banco Central na esfera monetária. Nesse caso, a surpresa tem conotação negativa, razão pela qual a denominaremos "imprevisto", visto que sua ocorrência conflita com expectativas construídas baseando-se em compromissos assumidos pela autoridade monetária. Imprevistos na esfera monetária são muito graves, visto que geram forte percepção negativa quanto à condução da política monetária, a qual perde credibilidade, já que os próprios compromissos são questionados, havendo enfraquecimento da reputação da autoridade monetária. Nesse caso, a ação contraria o discurso de comprometimento com a estabilidade de preços.

As equações do modelo de mensuração foram as seguintes:

$$Efima = \beta_1 AOPEBC + \text{termo de erro}$$

$$\begin{aligned}
\text{Njuro} &= \beta_2 \text{AOPEBC} + \text{termo de erro} \\
\text{Dcvis} &= \beta_3 \text{AOPEBC} + \text{termo de erro} \\
\text{Rdesc} &= \beta_4 \text{AOPEBC} + \text{termo de erro} \\
\text{Atcam} &= \beta_5 \text{AOPEBC} + \text{termo de erro} \\
\text{Cfuncio} &= \beta_6 \text{AOPEBC} + \text{termo de erro} \\
\text{Imprevat} &= \beta_7 \text{AOPEBC} + \text{termo de erro} \\
\text{Opiglob} &= \beta_8 \text{IMAGEMBC} + \text{termo de erro} \\
\text{Contribs} &= \beta_8 \text{IMAGEMBC} + \text{termo de erro} \\
\text{Respdeci} &= \beta_{10} \text{IMAGEMBC} + \text{termo de erro} \\
\text{Transpju} &= \beta_{11} \text{COMPROBC} + \text{termo de erro} \\
\text{Qualido} &= \beta_{12} \text{COMPROBC} + \text{termo de erro} \\
\text{Quagrafi} &= \beta_{13} \text{COMPROBC} + \text{termo de erro} \\
\text{Claresta} &= \beta_{14} \text{COMPROBC} + \text{termo de erro} \\
\text{Juscopom} &= \beta_{15} \text{COMPROBC} + \text{termo de erro} \\
\text{Prestcon} &= \beta_{16} \text{COMPROBC} + \text{termo de erro} \\
\text{Destabil} &= \beta_{17} \text{REPUTBC} + \text{termo de erro} \\
\text{Prestidi} &= \beta_{18} \text{REPUTBC} + \text{termo de erro} \\
\text{Fiscaliz} &= \beta_{19} \text{REPUTBC} + \text{termo de erro} \\
\text{Cuanun} &= \beta_{20} \text{REPUTBC} + \text{termo de erro} \\
\text{Aindebc} &= \beta_{21} \text{REPUTBC} + \text{termo de erro} \\
\text{Eqfiscal} &= \beta_{22} \text{REPUTBC} + \text{termo de erro}
\end{aligned}$$

A equação estrutural foi a seguinte:

$$\text{REPUTBC} = \beta_{23} \text{IMAGEMBC} + \beta_{24} \text{AOPEBC} + \beta_{25} \text{COMPROBC} + \text{erro residual}$$

RESULTADOS

Para a avaliação do modelo originalmente proposto, empregou-se o programa *AMOS 4.0*, cujos índices de ajustamento o rejeitaram, embora tivesse apresentado convergência de solução. O modelo é recursivo, mais do que identificado, com 69 parâmetros, 206 graus de liberdade e uma amostra de 123 observações (Quadro 1).

Quadro 1. Modelo original: resumo do relatório do *AMOS 4.0*.

Número de variáveis exógenas:	26
Número de variáveis endógenas:	23
Tamanho da amostra:	123
Computação dos graus de liberdade	
Número distinto de momentos da amostra:	275
Número de parâmetros distintos a ser estimados:	69
Graus de liberdade:	206

Fonte: Dados da pesquisa.

Convém notar que, não obstante o modelo original tivesse exibido escores em diversos índices de ajustamento acima do mínimo exigido para caracterizar um bom ajustamento, ele não atingiu o valor mínimo crítico em índices relevantes (Tab. 1).

Tabela 1. Ajustamento do Modelo Original: resultados do AMOS 4.0

Medida	Ajustamento
CMIN/DF	2,750
NFI	0,911
RFI	0,891
IFI	0,942
TLI	0,928
CFI	0,941
RMSEA	0,120
ECVI	
Modelo Hipotético	5,775
Modelo Saturado	4,508
Modelo Independente	52,697

Fonte: Dados da pesquisa

A razão χ^2 / graus de liberdade (CMIN/DF) apresentou valor inferior (2,750) ao limite máximo aceitável de 3.

O *Normed Fit Index* (NFI), o *Incremental Fit Index* (IFI), o *Tucker-Lewis Index* (TLI) e o *Comparative Fit Index* (CFI) superaram 0,90, embora o *Relative Fit Index* (RFI) tenha sido 0,891. O *Expected Cross Validation Index* (ECVI) revela que o modelo hipotético é inferior ao saturado, já que o valor do segundo é inferior ao do primeiro. A decisão de modificação torna-se inevitável quando analisamos o índice RMSEA. De fato, o índice *Root Mean Square Error of Approximation* (RMSEA) de 0,120 supera o limite máximo de ajustamento pobre (0,10), distanciando-se, assim, significativamente do limite máximo de um ajustamento razoável (0,08).

Muito embora necessitasse de modificação, o modelo originalmente proposto apresentava grande potencial para ajustamento robusto, desde que promovidas alterações que não apenas atendessem a exigências estatísticas, mas principalmente permitissem sua melhor adequação ao construto teórico.

A avaliação preliminar dos resultados do modelo inicialmente proposto aponta como uma das causas de seu fraco ajustamento a inclusão das variáveis Atcam, Aindebc e Qualido. Embora a *multicolinearidade* seja motivo de preocupação, espera-se, em qualquer análise multivariada, a existência de alguma correlação entre as variáveis, visto que são influenciadas por uma variável latente comum. No caso da variável observada Atcam, não só as correlações foram muito pequenas,

mas também não apresentaram significância estatística a 10%. Essas são razões fortes para remoção da variável.

Na reformulação do modelo original, manteve-se o modelo de mensuração, à exceção dos caminhos relacionados às variáveis observadas excluídas, alterando-se o modelo estrutural para ampliar a influência da imagem institucional e destacar a relevância dos compromissos institucionais.

Admitiu-se, como no modelo original, que a imagem institucional age positivamente na variável latente *Reputação do Banco Central*. Supôs-se também que a imagem institucional influía positivamente na variável latente *Atuação operacional do Banco Central* e no construto *Compromisso Institucional*.

Nesse sentido, a imagem se fortalece quando o Banco Central surpreende favoravelmente o mercado, influenciando positivamente a opinião global a seu respeito, como no caso em que a autoridade monetária reduz o volume de títulos atualizados pela variação cambial, oferecendo volume menor do que o resgatado, e colocando, no mesmo período, títulos prefixados com prazo mais dilatado.

O fortalecimento da imagem institucional atua positivamente no construto *Atuação Operacional do Banco Central*, já que a redução na participação percentual de títulos atualizados pela variação cambial, quando acompanhada de elevação percentual de títulos prefixados com prazos mais dilatados no total da dívida mobiliária doméstica, torna a política monetária mais eficiente e mais independente de choques adversos. Com efeito, a aludida manobra tática de administração da dívida pública federal fortalece as expectativas de redução futura do serviço da dívida, tornando mais positiva a percepção de determinação do governo com o equilíbrio das contas públicas.

A imagem mais positiva exerce, dessa maneira, impacto positivo direto sobre a reputação da autoridade monetária, uma vez que, quanto menos intensamente a dívida mobiliária federal for influenciada por choques adversos, que produzam elevação da taxa de câmbio, de inflação, da própria dívida e de seu serviço, mais forte é a percepção de que superávits primários reverterão a trajetória de crescimento do déficit público ao longo do tempo, destacando o efetivo comprometimento com a estabilidade de preços.

Nesse contexto, o fortalecimento da imagem institucional impacta positivamente o construto *Compromisso Institucional*, uma vez que os argumentos que buscam justificar as decisões tomadas para garantir estabilidade de preços são percebidos convincentes, visto que vão ao encontro das estratégias implementadas pela autoridade monetária. Quando precedidos de ações confirmatórias de intenções, os argumentos tornam-se críveis e percebidos incontestáveis.

O caminho do construto *Atuação Operacional do Banco Central* foi alterado, supondo-se que a atuação desse Banco na esfera monetária influencia indireta e

indiscutivelmente a reputação, via impacto positivo direto sobre a variável mediadora *Compromisso Institucional*. Em outros termos, a influência da variável latente *Atuação Operacional do Banco Central* sobre a *Reputação do Banco Central*, a qual esteve presente no modelo originalmente proposto, continua no modelo modificado, com a diferença que passou de direta para indireta.

Assim, o estabelecimento da taxa de juros em patamar adequado e a condução eficiente da política monetária, com emprego apropriado e oportuno dos instrumentos de política monetária, influenciam positivamente a percepção quanto aos compromissos institucionais de responsabilidade e transparência.

De fato, é necessário que a autoridade monetária assegure estabilidade de preços, mediante estabelecimento de um patamar justo de taxa de juros e sua efetiva consecução, para que transparência e responsabilidade desempenhem suas funções no regime de metas inflacionárias. Transparência e responsabilidade são partes integrantes do regime de metas inflacionárias, o qual deve, necessariamente, assegurar estabilidade de preços para que sua adoção seja justificada.

Nesse sentido, quando a Ata do Copom é divulgada à sociedade, com argumentos técnicos que justifiquem o patamar de taxa de juros considerado mais adequado, é imprescindível que os agentes econômicos o *percebam*, dado o objetivo de estabilidade de preços, como o mais efetivamente ajustado às condições econômicas. Ademais, não basta estabelecer um patamar adequado para taxa de juros. É fundamental que não ocorram imprevistos e que a taxa básica fique, de fato, em sua vizinhança, o que implica dizer condução eficiente da política monetária. Somente quando essas condições forem satisfeitas é que as considerações tecidas pelo Copom acerca da taxa serão críveis, e o compromisso de transparência e de responsabilidade percebido como confiável.

No regime de metas inflacionárias, o Banco Central assume, segundo Blinder *et al.* (2001), o compromisso de transparência e responsabilidade, estando a comunicação no âmago de ambos. Transparência e comunicação são ferramentas fundamentais para conquista de confiança.

Entretanto, o comunicado só se torna crível quando a realidade atesta congruência entre ação e discurso. Por essa razão, a atuação operacional necessita corroborar os compromissos comunicados, independentemente da força dos argumentos e da legitimidade das intenções.

Preservou-se o caminho entre *Compromisso Institucional* e *Reputação do Banco Central*, no qual aquele exerce impacto direto sobre este.

Admitir esse caminho significa ir ao encontro dos resultados de trabalhos realizados pelos estudiosos de banco central, que atribuem importância crescente aos compromissos institucionais, notadamente a transparência e a comunicação, para fortalecimento da credibilidade na autoridade monetária (BLIN-

DER *et al.*, 2001; FRACASSO; GENBERB; WYPLOSZ, 2003; FRAGA; GOLDFAJN; MINELLA, 2003).

Em resumo, o modelo modificado supõe a existência de efeitos diretos dos construtos *Imagem Institucional do Banco Central* (IMAGEMBC) e *Compromisso Institucional* (COMPROBC) sobre a variável latente *Reputação do Banco Central* (REPUTBC). Esta última variável também sofre o impacto indireto do construto *Atuação Operacional do Banco Central* (AOPEBC) via influência direta e positiva dela sobre *Compromisso Institucional* (COMPROBC).

O modelo modificado é recursivo, com 68 parâmetros estimados e 141 graus de liberdade. Os índices de ajustamento do modelo ficaram acima dos valores mínimos críticos de validação (Tab. 2).

Tabela 2. Ajustamento do Modelo Modificado: resultados do AMOS 4.0.

Medida	Ajustamento
Graus de Liberdade	141
CMIN/DF	1,641
NFI	0,958
RFI	0,944
IFI	0,983
TLI	0,977
CFI	0,983
RMSEA	0,072
ECVI	
Modelo Hipotético	3,012
Modelo Saturado	3,426
Modelo Independente	45,731

Fonte: Dados da pesquisa.

Todos os índices de ajustamento do modelo modificado são muito mais robustos do que o do modelo original.

À exceção da estimativa do peso de regressão $\hat{\alpha}_7$, referente à influência direta do construto *Atuação Operacional do Banco Central* (AOPEBC) sobre *Imprevisto na atuação do Banco Central*, as demais estimativas são estatisticamente significativas ao nível de 5% (Tab. 3).

A rejeição do caminho de *Atuação Operacional do Banco Central* para *Imprevisto na Atuação do Banco Central* não é inesperada. Na realidade, com o regime de metas inflacionárias, a ocorrência de imprevistos na atuação do Banco Central no mercado monetário, visto que intervenções no mercado de câmbio são percebidas como dimensão à parte, não é considerada provável.

Tabela 3. Modelo Modificado: pesos de regressão.

Caminho	Estimativa	Razão Crítica	Aceita/Rejeita
OPIGLOB←— IMAGEMBC	1,000		Aceita
CONTRIBS ←— IMAGEMBC	0,423	3,374	Aceita
RESPDECI ←— IMAGEMBC	0,916	7,994	Aceita
IMPREVAT←— AOPEBC	-0,118	-0,989	Rejeita
EFIMA ←— AOPEBC	1,000		Aceita
NJURO ←— AOPEBC	0,884	6,762	Aceita
DCVIS ←— AOPEBC	0,623	4,541	Aceita
RDESC ←— AOPEBC	0,492	3,685	Aceita
CFUNCIO ←— AOPEBC	0,469	3,762	Aceita
TRANSPJU ←— COMPROBC	1,000		Aceita
QUAGRAFI←— COMPROBC	0,271	2,922	Aceita
CLARESTA←— COMPROBC	0,366	4,397	Aceita
JUSCOPOM←— COMPROBC	0,841	10,306	Aceita
PRESTCON←— COMPROBC	0,716	7,900	Aceita
DESTABIL ←— REPUTBC	0,692	4,838	Aceita
PRESTIDI ←— REPUTBC	1,000		Aceita
FISCALIZ ←— REPUTBC	0,445	2,937	Aceita
CUANUN ←— REPUTBC	0,873	6,773	Aceita
EQFISCAL ←— REPUTBC	0,596	3,893	Aceita
COMPROBC ←— AOPEBC	0,506	2,524	Aceita
AOPEBC ←— IMAGEMBC	0,605	6,377	Aceita
COMPROBC←— IMAGEMBC	0,552	3,349	Aceita
REPUTBC ←— IMAGEMBC	0,290	2,032	Aceita
REPUTBC ←— COMPROBC	0,445	3,370	Aceita

Fonte: Dados da pesquisa

De fato, a firmeza em impedir a inconsistência temporal, evidenciada por meio de forte determinação com a estabilidade de preços e assunção do compromisso de transparência e responsabilidade, associada à adoção de um regime de taxa de câmbio flutuante ou dele próximo, reduziu abruptamente a ocorrência de imprevistos na atuação do Banco Central no mercado monetário, revigorando, simultaneamente, a percepção de maior previsibilidade de sua atuação. Essa percepção de previsibilidade fortaleceu-se ao longo do tempo.

Com o fortalecimento (enfraquecimento) da imagem institucional, é desencadeado o processo de irradiação de impactos diretos e indiretos sobre a reputação.

Na realidade, a estimativa do peso de regressão $\hat{\alpha}_{23}$ da equação estrutural, relativa à influência direta da imagem institucional sobre a reputação, não apresenta magnitude expressiva. Todavia, a influência da imagem institucional sobre a reputação não se esgota em seu impacto direto, o qual iguala a estimativa do peso de regressão (Tab. 4).

O impacto total da imagem é a soma de seu impacto direto acrescido dos indiretos exercidos não apenas sobre o construto *Atuação Operacional do Banco Central*, como também sobre o *Compromisso Institucional* (Tab. 5).

Tabela 4. Efeitos Diretos: resultados do AMOS 4.0

	IMAGEMBC	AOPEBC	COMPROBC	REPUTBC
AOPEBC	0,605	0,000	0,000	0,000
COMPROBC	0,552	0,506	0,000	0,000
REPUTBC	0,290	0,000	0,445	0,000
Imprevat	0,000	-0,118	0,000	0,000
Contribs	0,423	0,000	0,000	0,000
Opiglob	1,000	0,000	0,000	0,000
Respdeci	0,916	0,000	0,000	0,000
Cuanun	0,000	0,000	0,000	0,873
Eqfiscal	0,000	0,000	0,000	0,596
Destabil	0,000	0,000	0,000	0,692
Fiscaliz	0,000	0,000	0,000	0,445
Prestidi	0,000	0,000	0,000	1,000
Rdesc	0,000	0,492	0,000	0,000
Dcvis	0,000	0,623	0,000	0,000
Cfuncio	0,000	0,469	0,000	0,000
Efima	0,000	1,000	0,000	0,000
Njuro	0,000	0,884	0,000	0,000
Juscopom	0,000	0,000	0,841	0,000
Quagrafi	0,000	0,000	0,271	0,000
Claresta	0,000	0,000	0,366	0,000
Transpju	0,000	0,000	1,000	0,000
Prestcon	0,000	0,000	0,716	0,000

Fonte: Dados da pesquisa

Tabela 5. Efeitos totais: resultados do AMOS 4.0.

	IMAGEMBC	AOPEBC	COMPROBC	REPUTBC
AOPEBC	0,605	0,000	0,000	0,000
COMPROBC	0,858	0,506	0,000	0,000
REPUTBC	0,672	0,225	0,445	0,000
Imprevat	-0,071	-0,118	0,000	0,000
Contribs	0,423	0,000	0,000	0,000
Opiglob	1,000	0,000	0,000	0,000
Respdeci	0,916	0,000	0,000	0,000
Cuanun	0,586	0,197	0,388	0,873
Eqfiscal	0,400	0,134	0,265	0,596
Destabil	0,465	0,156	0,308	0,692
Fiscaliz	0,299	0,100	0,198	0,445
Prestidi	0,672	0,225	0,445	1,000
Rdesc	0,298	0,492	0,000	0,000
Dcvis	0,377	0,623	0,000	0,000
Cfuncio	0,284	0,469	0,000	0,000
Efima	0,605	1,000	0,000	0,000
Njuro	0,535	0,884	0,000	0,000
Juscopom	0,722	0,426	0,841	0,000
Quagrafi	0,233	0,137	0,271	0,000
Claresta	0,314	0,185	0,366	0,000
Transpju	0,858	0,506	1,000	0,000
Prestcon	0,615	0,363	0,716	0,000

Fonte: Dados da pesquisa.

Convém notar que o modelo modificado admite, da mesma forma que o original, a existência de impacto da atuação operacional da autoridade monetária sobre a reputação. A diferença é que, enquanto o modelo original pressupunha impacto direto, o modelo modificado supõe a existência de efeito indireto sobre a reputação por intermédio do construto compromisso institucional.

Os resultados da pesquisa destacam a *Imagem Institucional do Banco Central* (IMAGEMBC) como o principal construto do modelo. Além de exercer influência direta sobre os principais construtos, desempenha significativa influência indireta sobre suas principais variáveis observadas.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Ainda que inexista diploma legal que force o cumprimento do anunciado ou do compromisso assumido, podendo até existir incentivo de curto prazo para a autoridade monetária não honrá-lo, os agentes econômicos acreditam, de forma inabalável, no pronunciamento de um banco central que desfruta de credibilidade em alguns países. Segundo Blinder (1999b): "No mundo real, uma credibilidade assim [...] é dolorosamente construída sobre um histórico de atos que correspondem às palavras. Um Banco Central que sempre faz o que diz irá adquirir essa credibilidade, quase independentemente da estrutura institucional" (p. 81). Essa concepção de credibilidade destaca a dimensão histórica, assemelhando-se à conceituação de reputação corporativa proposta por Alessandri (2001), sem trilhar, contudo, o caminho por ela percorrido. Para a aludida autora, a imagem corporativa sólida constitui pré-condição de uma reputação forte, dado que a reputação é construída ao longo do tempo por impressões repetidas da imagem, quer favoráveis quer desfavoráveis.

Os resultados da pesquisa confirmaram a hipótese essencial que a imagem institucional influencia direta e positivamente a reputação do Banco Central, cuja verificação era de crucial importância no estudo. Confirmaram também que todos os construtos que participam da construção da reputação da autoridade monetária sofrem impacto positivo por parte da imagem.

A autoridade monetária deseja que os agentes econômicos formem expectativas de inflação baixa, anunciando, assim, uma política monetária voltada para a geração de patamares residuais de inflação. Uma vez formadas as expectativas de inflação reduzida, a autoridade monetária se defronta com o conflito entre inflação e desemprego, sentindo-se incentivada a descumprir o anunciado, com vistas a reduzir o desemprego.

Os resultados mostram que, notadamente em países em que o Banco Central

está construindo sua reputação, é preciso que a atuação operacional corrobore os compromissos assumidos.

Um banco central autônomo constitui, portanto, ingrediente indispensável para assegurar a eliminação da inconsistência temporal, conferindo credibilidade à sua condução da política monetária e, por essa via, à sua imagem. Convém notar que autonomia de instrumentos não constitui sinônimo de independência para definir objetivos.

A autonomia operacional do Banco Central gera, em contrapartida, a obrigação de ser transparente e de prestar contas à sociedade. Nesse sentido, a assunção de compromissos institucionais representa a contrapartida moral da independência do Banco Central.

ABSTRACT

Investigators in the field of business administration have highlighted the influence of corporate image to build up a solid company reputation. The Macroeconomics theory, however, does not take into consideration the invigoration of the image of the Monetary Authority as an important factor in improving reputation. This study aims at investigating the relevance of the institutional image of the Central Bank in building its reputation. A model of structural equations was applied to data collected from a sample of 123 specialists of financial institutions. Results confirmed that the Central Bank's institutional image influences the construction of its reputation.

Key words: Image; Reputation; Credibility; Central Bank; Monetary policy

Referências

- ALESSANDRI, S. W. Modeling corporate identity: a concept explication and theoretical explanation. **Corporate Communications: An International Journal**, v. 16, n. 4, p. 173-182, 2001.
- BALMER, J. M. T. Corporate identity and the advent of corporate marketing. **Journal of Marketing Management**, v. 14, n. 8, p. 963-996, 1998.
- BALMER, J. M. T.; WILSON, A. Corporate identity: there is more to it than meets the eye. **International Studies of Management & Organization**, v. 28, n. 3, p. 12-31, 1998.
- BICKERTON, D. Corporate reputation versus corporate branding: the realist debate. **Corporate Communications: An International Journal**, v. 5, n. 1, p. 42-48, 2000.
- BLINDER, A. S. Central Bank Credibility: Why do we care? How do we build it? **NBER Working Paper Series n. 7.161**, p. 1-23, June 1999a.

- BLINDER, A. S. **Bancos Centrais: Teoria e Prática**. São Paulo: Ed.34, 1999b.
- BLINDER, A. S. *et al.* How Do Central Banks Talk? **Geneve Reports on the World Economy n. 3**, p. 1-122, 2001.
- CYSNE, R. P.; SIMONSEN, M. H. **Macroeconomia**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1995.
- DOWLING, G. R. Developing Your Company Image into a Corporate Asset. **Long Range Planning**, v. 6, n. 2, p. 101-109, 1993.
- FRACASSO, A.; GENBERG, H.; WYPLOSZ, C. How Do Central Banks Write? An Evaluation of Inflation Targeting Central Banks. **Geneve Reports on the World Economy Special Report n. 2**, p. 1-43, 2003.
- FRAGA, A.; GOLDFAJN, I.; MINELLA, A. Inflation targeting in emerging market economies. **Trabalhos para Discussão do Banco Central do Brasil n. 76**, p. 1-49, jun. 2003.
- FRIEDMAN, M. Inflação e desemprego: a novidade da dimensão política. **Literatura Econômica**, v. 7, n. 3, p.381-408, 1985.
- HAIR, J. F. *et al.* **Multivariate data analysis**. New York: Prentice-Hall, 1998.
- KENNEDY, S. H. Nurturing corporate images: total communication or ego trip? **European Journal of Marketing**, v. 11, n. 3, p. 120-164, 1977.
- LUCAS, R. E. Jr. Expectations and the neutrality of money. **Journal of Economic Theory**, v. 4, 1972.
- MANKIW, G. A. Quick refresher course in macroeconomics. **NBER Working Paper Series, Working Paper n. 3256**, p. 1-42, Feb.1990.
- MARKWICK, N.; FILL, C. Towards a framework for managing corporate identity. **European Journal of Marketing**, v. 31, n. 5/6, p. 306-409, 1997.
- MARTINEAU, P. Sharper focus for the corporate image. **Harvard Business Review**, v. 36, n. 6, p. 49-58, Nov./Dec. 1958.
- SANDBERG, K. Kicking the tires of corporate reputation. **Harvard Management Communication Letter**, p. 1-4, Jan. 2002.
- VAN REKON, J. Deriving an operational measure of corporate identity. **European Journal of Marketing**, v. 31, n. 5/6, p. 410-422, 1997.
- VAN RIEL, C. B. M.; FOMBRUN, C. J. Which company is most visible in your country? An introduction to the special issue on the global R.Q – Project Nominatives. **Corporate Reputation Review**, v. 4, n. 4, p. 296-302, 2002.