

SPECULA

SPECULATE CLEARLY & LEAD WISELY

NOTE DE MÉTHODE • VÉRIFICATION ET SOURCES

La séance close n'est pas figée

Pourquoi un cours, une statistique et un indice changent de valeur *après*
leur publication — et ce qu'un lecteur est en droit d'exiger

D. Dambreville

SPECULA — ARSCRIPTA SAS · 4 septembre 2026

NOTE DE MÉTHODE

Un lecteur d'information financière suppose deux choses sans y penser. La première : qu'une séance terminée est terminée. La seconde : qu'un chiffre publié par une institution est le chiffre définitif.

Les deux sont fausses, et elles le sont pour des raisons documentées, publiques et parfaitement légitimes. Un prix de règlement se calcule selon une procédure et peut être corrigé. Un contrat à terme « de référence » n'est pas le même instrument d'un mois à l'autre. Une statistique officielle est révisée par construction, parce qu'à l'heure où elle paraît, une partie des données qui la composent n'existe pas encore.

Cette note décrit ces trois mécanismes, montre pourquoi ils frappent les *variations* bien plus durement que les *niveaux*, et propose quatre questions permettant d'éprouver n'importe quelle publication financière — celle-ci comprise.

SOMMAIRE

1. Ce que « le cours de clôture » veut dire, exactement
2. Trois façons dont un chiffre publié cesse d'être le bon
3. La variation est plus fragile que le niveau
4. Valeur référencée, valeur assertée : la ligne de partage
5. Ce que l'automatisation change — et ce qu'elle n'excuse pas
6. Quatre questions pour éprouver une publication financière
7. Annexe : d'où vient chaque chiffre, et ce qui peut le faire bouger

1. Ce que « le cours de clôture » veut dire, exactement

Il existe une image mentale du cours de clôture : la dernière transaction avant la cloche, saisie comme une photographie. Cette image est commode et, sur la plupart des marchés dérivés, **elle est inexacte**.

Le prix qui fait foi à la fin d'une séance de contrats à terme n'est pas le dernier échange : c'est un **prix de règlement**, établi par la chambre de compensation selon une procédure écrite, sur une fenêtre de clôture, et destiné à un usage précis — appeler les marges. CME Group le formule ainsi : les prix de règlement quotidiens reflètent « *the fair market value* » de l'instrument sous-jacent, telle qu'elle ressort des échanges *pendant la période de règlement*. Autrement dit : **ce n'est pas un instant, c'est un procès-verbal**.

Deux conséquences en découlent, et elles sont rarement explicitées dans la presse financière.

- **Le prix de règlement peut différer du dernier cours affiché** sur un graphique en temps réel, sans qu'aucun des deux ne soit faux. Ils ne répondent pas à la même question.

- **Un procès-verbal se rectifie.** Les places publient des avis de modification de prix de règlement ; ils sont rares, ils sont documentés, et ils existent. Un chiffre diffusé le soir peut donc être corrigé le lendemain.

CE QUE CELA IMPLIQUE CONCRÈTEMENT

Deux publications sérieuses peuvent afficher, pour la même séance et le même instrument, deux valeurs différentes — l'une ayant retenu le règlement, l'autre la dernière cotation observée. **L'écart n'est pas une erreur : c'est une différence de définition qui n'a pas été déclarée.**

La règle qui en découle est simple à énoncer et exigeante à tenir : *une publication doit dire quelle grandeur elle publie, et s'y tenir d'une édition à l'autre.*

2. Trois façons dont un chiffre publié cesse d'être le bon

2.1 Le contrat de référence change d'identité, et le graphique n'en dit rien

Un contrat à terme a une échéance. Le pétrole « de novembre » et le pétrole « de décembre » sont deux contrats distincts, cotés simultanément, à des prix différents. Ce que les tableaux appellent « le cours du pétrole » est en réalité **une série composite** : on y suit le contrat le plus proche, puis, à une date de bascule, on passe au suivant.

Le jour de la bascule, l'écart affiché entre la veille et le jour n'est pas un mouvement de marché. C'est la différence de prix entre deux instruments distincts — ce que les praticiens nomment la structure de courbe. Selon les marchés et les périodes, elle peut représenter plusieurs points de pourcentage ; sur des séries mensuelles, l'effet se répète douze fois par an.

Ce phénomène est parfaitement connu des professionnels et parfaitement invisible pour le lecteur, car *rien, dans un tableau de cours, ne signale que la ligne d'aujourd'hui et celle d'hier ne décrivent pas le même contrat.* Une publication rigoureuse a trois conduites possibles, et une seule est indéfendable :

1. **Publier le niveau et taire la variation** ce jour-là, en disant pourquoi ;
2. **Publier une variation corrigée du roulement**, en nommant la méthode retenue ;
3. *Publier la variation brute comme si de rien n'était* — c'est la conduite indéfendable, et c'est la plus répandue.

2.2 La statistique officielle est révisée, et son producteur le dit

La deuxième source d'instabilité n'a rien d'un dysfonctionnement : **elle est écrite dans la méthode des instituts eux-mêmes.**

Le Bureau of Economic Analysis américain publie trois estimations successives du produit intérieur brut pour un même trimestre. La raison qu'il en donne est explicite : à l'heure de la première estimation, les données sources ne sont pas complètes, et les lacunes portent surtout sur le *troisième mois* du trimestre. Les ordres de grandeur qu'il publie méritent d'être connus : **environ 45 % de la première estimation repose sur des données ini-**

tiales d'enquêtes, et environ 14 % sur des tendances historiques — c'est-à-dire sur des hypothèses. À la troisième estimation, la part reposant sur la première vague d'enquêtes est tombée à environ 17 %.

« Une première estimation n'est pas une mesure imprécise : c'est une mesure incomplète, et son producteur l'écrit. »

Le même principe vaut pour l'emploi américain. Les créations d'emploi d'un mois donné sont révisées les deux mois suivants, puis **l'ensemble de la série est recalé une fois par an** sur un décompte administratif quasi exhaustif. Le Bureau of Labor Statistics annonce cette révision de référence à l'avance et en publie une estimation préliminaire à la fin de l'été — celle de 2026 a été mise en ligne le **28 août 2026 à 10 heures, heure de New York** — la révision définitive n'étant intégrée aux séries publiées que plusieurs mois plus tard.

Ce calendrier a une conséquence que peu de commentaires tirent : pendant plusieurs mois, deux versions d'une même série coexistent légitimement — celle qui a été publiée, et celle qui sera publiée. Un texte qui cite un chiffre d'emploi sans dire de quel millésime il parle n'est pas faux ; *il est invérifiable*, ce qui est un défaut distinct et souvent plus coûteux.

2.3 La donnée reçue peut varier selon l'heure où on la demande

La troisième source est la moins commentée et la plus déroutante : **les bases de données de marché ne sont pas immuables entre deux interrogations.**

Les causes en sont ordinaires, et aucune ne relève de la négligence : une barre journalière peut être publiée en retard sur certains instruments, une valeur provisoire peut être remplacée par une valeur consolidée, un identifiant de contrat peut basculer à une heure qui n'est pas celle de la clôture, une place fermée pour jour férié peut renvoyer la veille sans le dire. *Sur les marchés cotant vingt-quatre heures sur vingt-quatre, la notion même de « clôture » est une convention du fournisseur, pas un fait du marché.*

La conséquence pratique est qu'**interroger la même source à deux heures différentes peut rendre deux réponses différentes pour une séance pourtant close depuis plusieurs jours.** Ce n'est ni un scandale ni une rareté : c'est le régime normal d'une chaîne d'information financière, et la seule question qui vaille est de savoir si la publication qui s'en sert le sait, le mesure et le déclare.

LA RÈGLE QUI EN DÉCOULE

Un chiffre de marché n'est pas une constante : c'est une réponse, obtenue par quelqu'un, à une certaine heure, auprès d'une certaine source. Une publication qui veut être vérifiable doit conserver ces trois éléments, et pouvoir les produire.

C'est exigeant, et c'est le prix de la vérifiabilité. Une information dont on ne peut pas reconstituer l'origine n'est pas fausse : elle est simplement invérifiable, et le lecteur n'a alors d'autre choix que la confiance.

3. La variation est plus fragile que le niveau

Voici l'asymétrie qui gouverne tout le reste, et elle mérite d'être posée froidement.

Un niveau publié est adossé à une valeur unique ; une variation est adossée à deux. Écrire qu'un indice clôture à 7 686 points engage une seule mesure. Écrire qu'il recule de 0,58 % en engage deux — celle du jour *et* celle de la veille — et *l'erreur possible porte sur les deux à la fois*. Si la valeur de référence de la veille est manquante et remplacée par celle de l'avant-veille, la « variation de séance » publiée porte en réalité sur deux séances : elle est arithmétiquement juste et factuellement fausse.

Le même raisonnement vaut, en pire, pour les grandeurs hebdomadaires, qui reposent sur une clôture de base située *hors* de la semaine décrite : la veille du premier jour. **Une variation hebdomadaire dépend donc d'une valeur que le lecteur ne voit jamais imprimée**, et qu'il ne peut par conséquent pas contrôler.

« Le lecteur peut vérifier un niveau ; il ne peut presque jamais vérifier une variation. C'est précisément pour cela qu'on lui doit la base de calcul. »

Trois exigences en découlent, et elles ne coûtent que de la place :

- **Nommer la fenêtre** : quelles bornes, combien de séances mesurées, et quelle clôture sert de base.
- **Publier la valeur de référence** à côté de la variation, et pas seulement le résultat.
- **Déclarer l'absence** quand la référence manque, plutôt que de la remplacer silencieusement par la précédente disponible.

4. Valeur référencée, valeur assertée : la ligne de partage

Une note antérieure de cette série proposait une distinction que la présente analyse rend plus tranchante encore. **Une valeur référencée est publiée par un émetteur identifiable, à une date connue, et un tiers peut aller la relire. Une valeur assertée est produite par un calcul, une agrégation ou une déduction ; elle ne peut pas être relue ailleurs, elle peut seulement être rendue cohérente.**

La distinction n'oppose pas le vrai au faux : une valeur assertée peut être exacte, et une valeur référencée peut être révisée le mois suivant. Elle oppose *deux régimes de preuve*, et le lecteur a le droit de savoir dans lequel il se trouve.

Les deux régimes, et ce qu'ils autorisent

	Valeur référencée	Valeur assertée
Exemples	Taux directeur d'une banque centrale, indice des prix publié par un institut, prix de règlement publié par une place	Rang d'un actif dans un classement, moyenne sectorielle, variation calculée entre deux clôtures, position par rapport à une moyenne mobile

	Valeur référencée	Valeur assertée
Ce que le lecteur peut faire	Aller voir la source et confronter	Vérifier la cohérence interne — rien de plus, si la base n'est pas publiée
Ce qui la met en défaut	Une révision par l'émetteur ; une citation sans millésime ni date	Une base de calcul fausse, absente, ou changée entre deux éditions
Ce que la publication doit fournir	L'émetteur, la date de publication, la période couverte	Les termes du calcul : univers, fenêtre, valeur de référence

Un cas mérite d'être signalé parce qu'il piège les lecteurs les plus attentifs : **un superlatif est toujours une valeur assertée**, même quand il porte sur des données référencées. « La plus forte hausse de la semaine » n'est vérifiable que si l'on sait *sur combien d'instruments* le classement a été établi. Sans univers chiffré, la phrase n'est pas contrôlable ; avec lui, elle l'est en trois minutes.

5. Ce que l'automatisation change — et ce qu'elle n'excuse pas

Une chaîne automatisée ne se trompe pas comme un rédacteur humain. C'est la seule chose vraiment nouvelle, et elle mérite d'être dite dans les deux sens.

Ce qu'elle améliore. Un calcul automatisé ne se fatigue pas, ne se trompe pas d'une décimale un vendredi soir, et applique la même règle à quarante instruments qu'à trois. Sur-tout, *il peut être vérifié par un autre programme, avant publication et sans coût marginal* — ce qu'aucune relecture humaine ne peut faire à cette échelle et à cette heure.

Ce qu'elle aggrave. Une erreur humaine est ponctuelle ; une erreur de règle est *systématique*. Elle se répète à l'identique, chaque jour, jusqu'à ce que quelqu'un la voie. Et comme la sortie est régulière et bien formée, rien dans son apparence ne la distingue d'une sortie juste.

« Un document parfaitement cohérent peut être entièrement faux : la cohérence ne prouve que l'absence de contradiction interne. »

Ce qu'elle n'excuse pas. Trois arguments circulent pour justifier qu'on ne vérifie pas, et les trois sont réfutables.

- « *Vérifier retarderait la publication.* » Les vérifications déterministes — recalculer une variation, comparer un décompte, confronter un chiffre à une table de référence — sont des opérations de quelques millisecondes. **Le temps d'une chaîne d'information est consommé par la collecte et la rédaction, non par le contrôle.**
- « *La source est fiable.* » Une source fiable reste une source : elle publie une valeur, à une heure, selon une convention, et elle la révisé parfois. **Aucune vérification ne peut se fonder sur la source qu'elle est censée vérifier** — ce serait une tautologie.
- « *L'erreur est rare.* » La rareté est une propriété de l'erreur, pas du dispositif. Ce qui compte est le *coût* de l'erreur pour celui qui la reçoit, et ce coût ne dépend pas de sa fréquence.

6. Quatre questions pour éprouver une publication financière

Elles s'appliquent à n'importe quelle note, lettre ou synthèse de marché — **y compris à celles que publie SPECULA**. Elles ne demandent aucune compétence technique et se posent en quelques minutes.

1. « **Cette variation, contre quelle valeur ?** » Si la valeur de référence n'est pas imprimée à côté du pourcentage, le chiffre n'est pas contrôlable. C'est la question la plus rentable des quatre.
2. « **Ce superlatif, sur combien d'instruments ?** » Un rang sans univers est une affirmation sans preuve. Un rang avec univers se vérifie.
3. « **Ce chiffre officiel, de quelle publication et de quelle date ?** » Un agrégat sans millésime peut appartenir à une version révisée depuis — ou à la précédente.
4. « **Que fait cette publication quand une donnée manque ?** » C'est la question qui sépare le plus nettement les pratiques. *Déclarer une absence coûte une ligne ; la combler silencieusement ne coûte rien et se voit rarement.*

LE PRINCIPE, EN UNE PHRASE

Une information financière n'est pas fiable parce qu'elle est bien écrite, régulière et cohérente : elle l'est parce qu'un tiers peut, en partant du texte seul, refaire le chemin qui mène à chaque nombre.

Tout le reste — la mise en forme, la ponctualité, la confiance accumulée — est utile, et ne remplace rien.

7. Annexe — D'où vient chaque chiffre, et ce qui peut le faire bouger

Classes de valeurs rencontrées dans une note macro-financière quotidienne

Classe	Origine	Ce qui peut la faire changer après publication	Ce que la publication doit déclarer
Cours d'un actif au comptant	Place de cotation, via un diffuseur de données	Consolidation d'une valeur provisoire ; jour férié rendu comme séance ; barre publiée en retard	La séance décrite, et si la valeur est une clôture ou un relevé
Cours d'un contrat à terme	Chambre de compensation (prix de règlement) ou dernière cotation	Roulement d'échéance ; correction de prix de règlement ; divergence entre règlement et dernier échange	L'échéance suivie, et le jour où elle change
Variation de séance	Calcul entre deux clôtures	Absence de la clôture de référence — la variation porte alors sur deux séances	La valeur de référence et sa date
Variation hebdomadaire	Calcul contre une clôture de base hors de la fenêtre	Fenêtre écourtée par un férié ; base appartenant à une autre échéance	Bornes, nombre de séances mesurées, clôture de base
Rang, superlatif	Classement interne à la publication	Changement de l'univers d'un jour à l'autre ; exclusion non déclarée	La taille de l'univers, chiffrée dans la phrase

Classe	Origine	Ce qui peut la faire changer après publication	Ce que la publication doit déclarer
Agrégat officiel	Institut statistique ou banque centrale	Révision programmée — mensuelle, trimestrielle ou annuelle	L'émetteur, la date de publication, la période couverte
Anticipation de marché	Instruments dérivés, enquêtes de consensus	Change en continu ; dépend du produit retenu et de l'heure du relevé	La source, l'heure du relevé, la nature de l'instrument
Indicateur technique	Calcul sur un historique de cours	Toute correction d'un cours de l'historique se propage	La période retenue et les valeurs qui la composent

Ce tableau n'est pas une liste de dysfonctionnements : **c'est la description du fonctionnement normal d'une chaîne d'information financière**. Aucun des mécanismes cités n'est anormal, aucun ne suppose une négligence, et tous sont documentés par ceux qui les produisent. *Ce qui distingue les publications entre elles n'est pas de subir ou non ces phénomènes — toutes les subissent — mais de les mesurer, de les déclarer et de savoir quoi faire quand ils surviennent.*

Sources publiques citées. CME Group, page des prix de règlement quotidiens (*Daily Settlements*), pour la définition du prix de règlement et l'existence d'avis de modification. U.S. Bureau of Economic Analysis, note méthodologique sur les révisions du produit intérieur brut, pour la séquence des trois estimations et la part des données initiales et des tendances historiques dans la première d'entre elles. U.S. Bureau of Labor Statistics, annonce de la révision de référence préliminaire de l'emploi, publiée le 28 août 2026 à 10 heures, heure de New York. *Les mécanismes décrits dans cette note sont ceux que ces organismes documentent eux-mêmes ; aucun chiffre de marché particulier n'y est avancé.*

Ce que cette note ne fait pas. Elle ne compare aucune source à une autre, ne classe aucun diffuseur de données et ne désigne aucun acteur comme défaillant. Elle ne contient aucune valeur de marché, aucune prévision et aucun jugement sur un instrument financier. *Elle décrit des mécanismes documentés, et en tire des exigences de méthode opposables à quiconque publie de l'information chiffrée — à commencer par son auteur.*

Ce document est publié par SPECULA, marque d'ARSCRIPTA SAS. Il est destiné à l'information méthodologique sur la production et la vérification de l'information financière. **Il ne constitue ni un conseil en investissement, ni une recommandation, ni une analyse financière au sens réglementaire.**

© 2025-2026 SPECULA™ — ARSCRIPTA SAS. Reproduction interdite sans autorisation écrite.